

Чарльз Уилан. Голые деньги

Это книга о деньгах – о том, как бумага, лежащая в вашем кошельке, приобрела большую ценность и как довольно странное соглашение, обусловившее обмен этих, казалось бы, бесполезных бумажек на реальные товары, стало фундаментальной концепцией современной экономики. Ранее я опубликовал: [Чарльз Уилан. Голая статистика](#) и [Чарльз Уилан. Голая экономика](#).

Чарльз Уилан. Голые деньги. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2019. – 384 с.



Купить цифровую книгу в [ЛитРес](#), бумажную книгу в [Ozon](#) или Лабиринте

Глава 1. Природа денег

Все деньги должны служить трем целям. Во-первых, выполнять функцию *меры стоимости*. Приписывая той или иной вещи определенную ценность, люди мыслят в конкретных денежных единицах. Даже несмотря на постепенное исчезновение физических денег из нашей жизни, мы всегда будем нуждаться в той или иной мере стоимости для установления цен при заключении торговых сделок. Во-вторых, деньги – это *средство накопления*. В-третьих, деньги играют роль *средства обращения*, то есть их с относительной легкостью можно использовать для проведения торговых операций. Важный момент: чтобы быть ценными, деньгам необязательно иметь внутреннюю стоимость, достаточно уже того, что они облегчают обмен и способствуют торговле.

Фидуциарные – деньги, выпуск которых не обеспечивается золотом, а номинальная стоимость устанавливается и гарантируется правительством, объявившим их законным платежным средством. Во имя прогресса все наиболее экономически развитые страны перешли от дефицитных денег с внутренней стоимостью к деньгам, которые ее не имеют.

Фидуциарные деньги способствуют процветанию и стабильности. Благодаря им мы живем лучше, чем жили бы с деньгами, обеспеченными золотом, серебром или чем-то другим.

Центральные банки могут создавать деньги из ничего; они также могут убирать их из экономики. Ответственные управляющие манипулируют фидуциарными деньгами, чтобы пресекать финансовую панику и обеспечивать стабильный экономический рост. Безответственные политики порой используют власть для создания денег с таким безрассудством, что национальная валюта становится дешевле туалетной бумаги.

Глава 2. Инфляция и дефляция

Инфляция может быть как катастрофой, так и чрезвычайно важным политическим инструментом. Фидуциарные деньги обеспечивают при этом гибкость политики, недоступную товарным деньгам.

В своей книге *Money Mischief* («Проказы денег») лауреат Нобелевской премии в области экономики за 1976 год Милтон Фридман кратко резюмирует свои выводы, сделанные в ходе изучения экономик разных стран на протяжении всей современной истории: «Инфляция возникает, когда количество

денег возрастает значительно быстрее, чем производство продукции, и чем быстрее увеличивается количество денег в расчете на единицу продукции, тем выше уровень инфляции».

При любом заданном уровне производства в экономике цены будут расти и падать пропорционально предложению денег – с одной существенной оговоркой. (Да, вечно какие-то оговорки!) Соотношение между денежной массой и ценами также зависит от темпов обращения денег в экономике, или скорости обращения денег. И это, надо сказать, отнюдь не малозначащее замечание, ведь колебания скорости обращения денег не позволяют точно предсказать, как увеличение или уменьшение денежной массы повлияет на цены хотя бы в краткосрочной перспективе.

Необходимо проводить четкое различие между *номинальными* цифрами, которые не корректируются с учетом инфляции, и *реальными* показателями, которые таким образом корректируются. Кстати, этот факт обычно игнорируют голливудские студии. Знаете, какие ленты входят в первую пятерку самых кассовых (на внутреннем рынке) фильмов всех времен?

На [момент](#) публикации заметки:¹

- Мстители: Финал (год выхода 2019), сборы \$2,8 млрд.
- Аватар (2009), 2,8
- Титаник (1997), 2,2
- Звёздные войны: Пробуждение силы (2015), 2,1
- Мстители: Война бесконечности (2018), 2,0

С поправкой на инфляцию в долларах 2019-го года:

- Унесённые ветром (1939), 3,7
- Аватар (2009), 3,3
- Звёздные войны. Эпизод IV: Новая надежда (1977), 3,0
- Мстители: Финал (2019), 2,8
- Звуки музыки (1965), 2,5

Инфляция никогда не бывает абсолютно предсказуемой, следовательно, рост цен может усложнить и запутать все, что с ними связано. Цены в рыночной экономике должны передавать информацию, инфляция же затушевывает этот механизм.

Глава 3. Наука, искусство, политика и психология цен

Наилучший способ количественной оценки инфляции (или дефляции) – отслеживание в течение некоторого периода изменения цены определенной корзины взаимосвязанных продуктов. Бюро статистики труда (Bureau of Labor Statistics, BLS) – правительственное агентство, которое собирает данные и публикует индекс потребительских цен (ИПЦ), самый известный показатель инфляции в Америке.

Одна из причин как можно точнее оценивать инфляцию – возможность должным образом корректировать социальные контракты и другие виды социальных программ, тем самым компенсируя колебания цен. Если наша цель – отследить изменения стоимости жизни (прожиточного минимума), то мы, очевидно, должны измерять изменения не только в ценах, но и в структурах потребления в результате их повышения или понижения.

В 1995 м Сенат США собрал группу выдающихся экономистов, чтобы те оценили точность, с которой BLS измеряет уровень инфляции. Так вот, эта так называемая Комиссия Боскина пришла к выводу, что ИПЦ систематически завышал изменения стоимости жизни на 1,1 процентного пункта в год. Комиссия Боскина выявила ряд неточностей в результате статических допущений относительно того, где и как потребители совершают покупки. Потребители, как правило, реагируют на рост цен тремя способами, причем каждый из них не учитывался в ИПЦ в полной мере. Во-первых, они ищут места, где можно купить нужный продукт по более низкой цене. Во-вторых, заменяют одни продукты другими (скажем, покупают бананы вместо яблок). В-третьих, заменяют продукты в рамках одной продуктовой категории (яблоки Gala на яблоки Red Delicious).

¹ Книга вышла в 2015 г., поэтому в ней списки несколько иные. – Прим. Багузина

В то же время ИПЦ подвергся резкой критике за недооценку такого фактора, как повышение качества продуктов (например, большинство предметов домашнего обихода стали более долговечными и надежными), и существенное запаздывание с пополнением индекса новыми продуктами. Например, мобильные телефоны были добавлены в ИПЦ в 1998 году, но к тому времени в стране уже насчитывалось 55 миллионов абонентов мобильной связи.

Определенные группы заинтересованы в инфляции. Во все времена существования кредиторов и должников первые старались защитить стоимость денег, а вторые – обесценить их. США заимствуют у остальных стран мира сотни миллиардов долларов. Один из основных иностранных кредиторов Америки – Китай: мы задолжали китайцам триллион долларов. Конгресс США, чтобы погасить долги, может приказать ФРС печатать новые доллары, тем самым обесценивая уже существующие.

Эмиссия бумажных денег – это скрытый способ налогообложения граждан, так называемый инфляционный налог. Исторические примеры доказывают, что инфляция всегда и везде чисто политическое явление.

Глава 4. Кредитование и кризисы

Банки сводят вкладчиков с заемщиками, помогая перемещать капиталы в руки предпринимателей, покупателей жилой недвижимости и других людей, способных более продуктивно использовать чужие деньги.

Система ограниченной банковской деятельности – когда банки зарабатывают на кредитовании средств, принадлежащих другим клиентам, – помогает нам вершить великие дела, но также может приводить к финансовым паникам, наносящим огромный ущерб заемщикам, кредиторам и множеству других ни в чем не повинных сторон. Банки генерируют кредит, а кредит – это новые деньги. Даже при использовании золотого стандарта. Или риса.

Сэр Исаак Ньютон, знаменитый ученый, в свое время потерявший крупную сумму денег из-за спекулятивного «пузыря» на рынке недвижимости, в итоге заключил: «Я могу вычислить траекторию движения небесных тел, но не человеческое безумие» (подробнее см. [Томас Левенсон. Ньютон и фальшивомонетчик](#)).

Как писал Чарльз Киндлбергер в книге [Мании, паники и крахи](#): «Снижение цен на некоторые активы вызывает беспокойство из-за того, что цены на активы продолжают падение и финансовая система окажется в состоянии “психологического стресса”. Желание клиентов продать эти активы, пока цены не рухнули окончательно, становится самосбывающимся пророчеством, причем настолько стремительно сбывающимся, что оно порождает панику. Цены на товары – дома, здания, землю, акции, облигации – падают до уровней, составляющих 30–40 % от их цены на пике. Банкротства набирают обороты, экономическая активность замедляется, безработица растет».

Ликвидность – это показатель легкости и предсказуемости, с которой актив может быть конвертирован в наличные. Наиболее ликвидными активами считаются наличные и ценные бумаги Казначейства США. Ликвидность можно представить как своего рода континуум, на одном конце которого находятся наличные, а на другом – уникальные активы, скажем произведения искусства.

Платежеспособность представляет собой двоичную концепцию. Экономическая единица считается платежеспособной, если ее активы превышают ее обязательства, и неплатежеспособной (банкротом), если обязательства превышают активы. Но вот какая штука: активы, ликвидные в обычные времена, зачастую неликвидны в условиях кризиса, потому что масса людей пытается одновременно продать одно и то же. В условиях кризиса неликвидность может легко перерасти в неплатежеспособность.

Никакое ответственное правительство не будет сидеть сложа руки в условиях уже разразившегося кризиса, поэтому оно может попытаться и предотвратить его.

Глава 5. Центральный банк и его деятельность

Финансовая система по своей природе склонна к паникам. А они могут привести к краху экономики. За стабильность финансовой системы отвечают центральные банки. Высшие чины ФРС (центрального банка США) назначаются президентом и утверждаются Сенатом, но после вступления в должность их не могут сместить ни президент, ни Конгресс, какие бы связанные с политикой решения ими ни

принимались. Почему это важно? Потому что лучшие с точки зрения кредитно-денежной политики решения и меры далеко не всегда популярны.

Хотя экономисты давно согласовали основные функции, которые должен выполнять любой центральный банк, в частности способствовать ценовой стабильности и экономическому росту, в том, как именно лучше всего достигать этих целей, особого единодушия не наблюдается.

Центральный банк, как правило, выполняет три ключевые функции: управляет денежной массой, выступает кредитором последней инстанции, регулирует финансовую сферу. В США ФРС имеет дополнительную миссию – использование кредитно-денежной политики в целях содействия обеспечению полной занятости населения.

Во-первых, центральный банк устанавливает резервные требования, то есть количество средств, которые коммерческий банк должен иметь в хранилище или на депозитах ФРС на случай, если вкладчики попросят вернуть деньги. Для крупных коммерческих банков США норма обязательных резервов составляет 10%. Центральный банк может также кредитовать банковскую систему напрямую – через так называемое дисконтное окно. Процентная ставка при этом, как правило, устанавливается на уровне несколько выше рыночной ставки, по которой банки заимствуют друг у друга.

Центральный банк обладает законной монополией на создание новых денег. ФРС может, либо вливать деньги в экономику, либо извлекать их оттуда, тем самым манипулируя «ценой» денег (процентными ставками). Эти же полномочия обеспечивают финансовую систему неограниченной ликвидностью. У эффективного и благоразумного кредитора последней инстанции глубокие карманы, что позволяет ему убеждать финансовые рынки в отсутствии поводов для паники.

Для изменения предложения денег ФРС покупает и продает банкам казначейские облигации, используя процесс под названием «операция на открытом рынке». Если ФРС хочет увеличить денежную массу, трейдеры Федерального резервного банка Нью Йорка скупают государственные облигации у банков, желающих их продать. Тем самым увеличивая денежную массу. Чтобы снизить предложение денег, ФРС продает облигации банкам, удаляя из банковской системы средства, предназначенные для кредитования.

Важно понимать, что ФРС создает не новое богатство, а всего лишь новые деньги. Все дело в ликвидности. ФРС обменивает деньги на эквивалентную сумму облигаций, и наоборот. Повышение процентных ставок, как правило, называют ужесточением кредитно-денежной политики, а их снижение – ослаблением.

Чем ниже цена кредитования, тем выше спрос на товары и услуги. Вы с большей вероятностью купите новый Mercedes, если имеете возможность расплатиться деньгами, взятыми под 2%, нежели под 5%. Процентные ставки влияют на экономику еще по двум менее очевидным каналам. Во-первых, когда центральный банк снижает ставки, это, как правило, ослабляет валюту, что, в свою очередь, обуславливает увеличение экспорта. Во-вторых, снижение процентной ставки ведет к росту цен на активы, особенно на жилье (потому что низкие процентные ставки делают ипотечные кредиты более доступными) и на акции (поскольку более низкие процентные ставки по облигациям повышают привлекательность ценных бумаг). В результате роста цен на активы многие домохозяйства богатеют и, следовательно, более склонны тратить деньги. При прочих равных условиях более низкие процентные ставки ускоряют рост экономики, а более высокие, наоборот, замедляют.

Налогово-бюджетная политика – прерогатива Конгресса США. Она регулирует налогообложение и государственные расходы, и также способна ускорять или замедлять экономику страны. К сожалению конгресс не всегда согласует свою политику с действиями ФРС.

Концепция кредитора последней инстанции изначально связана с проблемой, поскольку каждый здравомыслящий человек предпочтет избежать пожара, а не тушить его. И чем лучше работает местная пожарная команда, тем меньше людей волнует такой «пустяк», как хранение канистры с бензином возле печки. Экономисты называют эту проблему риском недобросовестности (или моральным риском). Задача в том, чтобы создать пожарную команду, которая не позволит огню кризиса слишком сильно распространиться, но при этом также сумеет убедить людей впредь воздерживаться от курения в постели.

Глава 6. Обменные курсы национальных валют и глобальная финансовая система

Девальвировать валюту – это все равно что мочиться в постель. В первые мгновения приятно, но довольно скоро становится реальной проблемой.

Чиновник ФРС

Обменный курс двух валют отражает цену, по которой здравомыслящие люди считают выгодным обменять одну валюту на другую. Повышение процентных ставок (при прочих равных условиях) привлекает в страну капитал извне, что приводит к росту стоимости национальной валюты.

В результате обмена одной валюты на другую вы должны получить возможность купить примерно те же товары и услуги, хотя и в другой стране. Эта концепция называется «паритет покупательной способности», или ППС. Она применима для продуктовой корзины в целом, но не для любых отдельных товаров или услуг. Например, стрижка в Индии и гостиничные номера в Токио – не относятся к продуктам, которые можно купить на одном рынке и продать на другом. На экономическом жаргоне они называются неторгуемыми товарами. Экономист из Дартмутского университета Дуг Ирвин сформулировал мудрое правило: торгуемые блага перемещаются к людям, а к неторгуемым товарам людям приходится перемещаться самим.

Официальные курсы обмена национальных валют часто отклоняются от показателей, рассчитанных по паритету покупательной способности, что происходит по многим причинам, в том числе из-за важности неторгуемого сектора. Тем не менее ППС остается чрезвычайно полезным ориентиром для оценки относительной стоимости разных валют. Economist предложил остроумный и довольно простой способ использования ППС для определения того, какая из мировых валют недооценена или переоценена: индекс Big Mac.

Правительства и центральные банки склонны манипулировать обменными курсами своих валют. При прочих равных условиях слабая валюта хороша для экспорта и плоха для импорта. Валюта, стоимость которой существенно отклоняется от ориентира ППС, будет несправедливо вознаграждать одних за счет других. Правительство, которое намеренно поддерживает недооцененность национальной валюты, по сути, облагает дополнительными налогами потребителей импорта и субсидирует производителей экспортной продукции. Однако, оценки правильного обменного курса валют или установления точной меры недооценки либо переоценки национальной валюты не существует.

Основное преимущество плавающего валютного курса состоит в том, что валюты могут колебаться в соответствии с реальными экономическими условиями. Правительство не несет ответственности за проведение экономической политики для поддержания определенного обменного курса валюты, что позволяет управлять процентными ставками и другими политическими инструментами способами, наиболее подходящими для отечественной экономики.

Недостатком же плавающего валютного курса является то, что он – плавает. Австралия служит ярким примером того, как колебания валютного курса могут нанести вред национальной экономике. Начиная примерно с 2009 года австралийский доллар стремительно рос, потому что Китай активно скупал природные ресурсы страны: чугун, уголь и прочие сырьевые товары. Другим экспортерам Австралии было крайне трудно оставаться конкурентоспособными на глобальном рынке. Mitsubishi закрыла завод, другие автомобилестроительные компании массово увольняли рабочих. Резко сократился экспорт австралийского вина. Таковы же последствия экспорта нефти во многих других странах мира.

Экономисты определили трилемму мира международных финансов: ни одна страна не может одновременно обеспечить свободное международное движение капиталов, использовать кредитно-денежную политику для обслуживания внутренних экономических потребностей и поддерживать фиксированный обменный курс. Одновременно можно достичь только двух целей, но не трех.

В США ФРС поддерживает ценовую стабильность и обеспечивает полную занятость населения. А вот обменный курс нестабилен. Китай использует монетарную политику для стимулирования ориентированных на экспорт отраслей промышленности, но строго контролирует потоки капитала. Государства зоны евро контролируют обменный курс. Но страны – члены ЕС лишены возможности проводить собственную, независимую кредитно-денежную политику. И тот факт, что экономические потребности таких государств, как Италия, Испания и Греция, серьезно отличаются от потребностей Германии, является одним из самых стрессовых факторов единой валюты.

Глава 7. Золото

Я считаю Уинстона Черчилля одним из храбрейших и дальновиднейших лидеров в истории человечества. Но даже Черчилль не избежал крупнейшей ошибки. В 1925 году Черчилль решил, что Великобритания должна вернуться к золотому стандарту с фунтом, привязанным к его довоенной цене по отношению к золоту. Известный британский экономист [Джон Мейнард Кейнс](#) был яростным критиком золотого стандарта. Он писал, что, как только фунт укрепится по отношению к доллару, отечественным экспортерам, чтобы сохранить конкурентоспособность в борьбе с американскими компаниями, придется снижать затраты. Но цены и заработная плата инертны.

К 1931 году банковское кредитование прекратилось, породив коллапс цен на сырьевые товары, что, в свою очередь, привело к банкротству компаний и банков. Осенью того же года Великобритания отказалась от золотого стандарта – всего через шесть лет после возврата к обмену фунтов на золото. Черчилль впоследствии описывал это решение, как, пожалуй, наихудшую ошибку за всю его карьеру. Сегодня ни одна страна мира не привязывает свою валюту к золоту.

Золотой стандарт, правда, имеет два преимущества: он препятствует гиперинфляции, поскольку количество денег ограничено количеством золота; при действии в разных странах он предсказуемым образом фиксирует их обменные валютные курсы. Но недостатки золотого стандарта перевешивают. Во-первых, предложение золота не связано сколь-нибудь значимым образом с темпами роста глобальной экономики, а это означает, что цены могут повышаться в периоды увеличения добычи золота и падать, когда его предложение отстает от роста остальной части экономики. Во-вторых, когда валюты разных стран накрепко привязаны друг к другу с помощью золотого стандарта, им приходится подчинять внутренние экономические интересы делу защиты валютного курса.

Время золотого стандарта миновало. Любой компетентный центральный банк, управляющий фидуциарными деньгами, обладает всеми преимуществами золотого стандарта, не имея при этом его недостатков. А те, кто считает, что миру было бы лучше с «твердой валютой», просто забывают о фундаментальной сути денег, банковской системы и деятельности центрального банка.

Глава 9. Кризисы 1929 и 2008 годов

Великая депрессия и финансовый кризис 2008 года во многих отношениях поразительно похожи. Оба коренились в надувании экономических пузырей: пузыря активов в 1929 году и недвижимости – в 2008 м. Оба усугублялись природной уязвимостью финансовой системы, в частности массовыми изъятиями вкладов из банков во время паники. Оба подпитывали сами себя, поскольку люди, которые теряли сбережения, дома и бизнес, сокращали расходы, что вело к дальнейшим потерям сбережений, домов и бизнеса. Тем не менее одно существенное различие между ними все же есть. Во время Великой депрессии Федеральная резервная система – институт, специально созданный для предотвращения кризисов и сглаживания колебаний в экономике, – не справилась со своей миссией. Люди, принимавшие политические решения, отреагировали на события 1929-го – начала 1930-х годов способами, которые сегодня, с высоты времени, кажутся совершенно контрпродуктивными.

В 2008 году система выстояла. И сделали мы это в первую очередь благодаря извлеченным из ошибок 1930-х урокам. Политическая реакция как Конгресса, так и ФРС в 2008 году включала импровизированные, непопулярные и часто плохо объясняемые меры. Долгосрочные последствия такой политики нам до конца не известны. Кризис миновал, но на момент написания этих строк мы все еще не вернулись к нормальной жизни. Краткосрочные процентные ставки по-прежнему близки к нулю. На счетах ФРС хранятся активы стоимостью 4,5 триллиона долларов – примерно в пять раз больше, чем в 2007 году. Так что истинная оценка действий будет зависеть от долгосрочных последствий чрезвычайных мер ФРС во время кризиса.

Корнем всех проблем все же было упорное цепляние ФРС за золотой стандарт, который существенно ограничивал ее способность спасать банки и противодействовать падению цен. Из-за него ФРС не могла создавать новые деньги и достойно играть роль кредитора последней инстанции, потому что новые деньги должны были обеспечиваться золотом. ФРС не могла резко понизить процентные ставки в целях предотвращения спада экономики, так как это привело бы к утечке золота из страны. Другие страны, переживающие экономические трудности, наступали на те же грабли. США, как и остальные государства, защищали свои золотые запасы, сохраняя высокие процентные ставки – эти действия были противоположны необходимым для восстановления экономики.

Сохранение в промышленно развитых странах золотого стандарта было, вероятно, наихудшим из возможных действий. Государства, которые не придерживались золотого стандарта, практически избежали депрессии (например, Китай). Страны, которые первыми отказались от золотого стандарта (Великобритания), быстрее всех восстановились. Страны, упорно цеплявшиеся за золотой стандарт, пережили самую длинную и глубокую депрессию за всю историю человечества (США и Германия).

Глава 10. Япония

На протяжении всего времени существования фидуциарных инфляция считалась истинным бедствием. Япония является любопытным исключением. Уже более двух десятилетий эта страна борется с дефляцией и сопутствующими экономическими издержками. Когда цены падают, реальные процентные ставки могут быть относительно высокими, даже когда номинальные выглядят низкими. Потребители откладывают покупки на потом, ожидая снижения цен. Долги в реальном выражении растут. Такие активы, как недвижимость, падают в цене, снижая уровень благосостояния домохозяйств и нанося вред банкам, которые хранят эти активы в качестве залога.

Бен Бернанке в 2002 году объяснил, почему дефляция японского типа ни в коем случае не грозит Соединенным Штатам Америки. Правительство всегда сможет снизить налоги, а ФРС попутно выкупит эквивалентную сумму государственного долга, финансируя снижение налогов «новыми деньгами». Сокращение налогов, финансируемое деньгами, по сути, равносильно знаменитому «сбрасыванию денег с вертолета», которое в свое время предлагал Мильтон Фридман.

Япония пережила рецессию стандартного образца и кризис банковской системы, но вместо принятия стандартных мер она предпочла делать вид, будто ничего не происходит. Регулирующие органы заставляли банки продолжать кредитовать неплатежеспособных заемщиков. Это были так называемые компании зомби – структуры, уже мертвые с экономической точки зрения, но все еще совершающие определенные «телодвижения». И эти проблемные компании обслуживали целый ряд краткосрочных экономических потребностей. Правительство было готово поддерживать их, чтобы избежать банкротства и, следовательно, сокращения рабочих мест. Банки подчинялись распоряжению властей, потому что это позволяло им предотвращать дефолты и маскировать глубину проблем с собственными балансами. Вкладчики были застрахованы от потерь и не спешили забирать средства, какие бы безрассудные кредиты ни выдавали их банки.

Кеннет Рогофф, бывший главный экономист МВФ описал многолетние проблемы Японии, как «кризис в замедленной съемке». В результате государственной поддержки капитал направлялся в компании зомби (хотя их следовало похоронить и забыть), что существенно осложняло более инновационным и эффективным компаниям выход на рынок. *Трудно зарабатывать прибыль, конкурируя с теми, кому не приходится ее зарабатывать.*

Ни одна другая страна в ОЭСР не переживала непрерывного периода роста ниже своего потенциала, или даже его половины, столь длительно и в такой степени. За исключением небольших перерывов японский индекс потребительских цен снижался на протяжении пятнадцати лет. Цены на потребительские товары в период с 1999 по 2012 год падали в среднем на 0,3%.

Экономисты спорили, что можно и нужно было тогда сделать. Например, Банк Японии мог бы, скоординировав действия с правительством, напечатать и потратить много новых денег. Независимо от конечного результата, это было бы полезно для страны и ничего не стоило бы налогоплательщикам. Если бы это не привело к инфляции, страна получила бы новые мосты и дороги и разные социальные льготы – и все без повышения налогов или увеличения государственного долга. А если бы сотрудничество правительства с центральным банком привело к инфляции, то Япония вылечилась бы от дефляции.

Очевидного ответа на вопрос, почему Банк Японии не принял более решительных мер, у нас нет. В конце концов терпение японских политиков лопнуло. В декабре 2012 года твердым парламентским большинством на пост премьер-министра был избран Синдзо Абэ – с четкой задачей положить конец экономическому недомоганию страны. Абэ предложил три «экономические стрелы»: усиление налогово-бюджетного стимулирования, чтобы сдвинуть буксующую экономику с мертвой точки; мощный монетарный импульс, чтобы положить конец дефляции; и структурные реформы с целью повышения долгосрочной эффективности экономики.

Глава 11. Евро

О введении единой валюты для большей части Европы провозглашалось с ликованием, сравнимым разве что с объявлением о заключении брака. Переход на евро стал важным шагом в долгом пути к евроинтеграции. Высказывались и определенные опасения. Так, Милтон Фридман утверждал, что у государств, ратовавших за валютный союз, для этого недостаточно общего. По его словам, единая валюта обострит политическую напряженность, соединив в одной точке разнонаправленные тенденции, которым можно было бы противостоять посредством изменения обменного курса национальных валют.

По сути, во многом именно это и произошло. Греция и Германия вот уже не первый год обмениваются оскорблениями в адрес друг друга. Группе южноевропейских стран (Португалия, Италия, Греция и Испания), столкнувшихся с трудностями в связи с ограничениями евро, придумали оскорбительную аббревиатуру PIGS (pigs – в переводе с англ. «свиньи»).

Но почему в таком случае весь мир до сих пор не перешел на единую валюту? Единая валюта похожа на золотой стандарт. Она фиксирует стоимость валют в разных странах, облегчая международные сделки и делаая их более предсказуемыми. Однако, он ограничивает возможность стран использовать кредитно-денежную политику для управления национальными экономиками. Это и обусловило противоречия между Германией и Грецией.

Экономист Роберт Манделл в 1999 году получил Нобелевскую премию за анализ причин, по которым миру не стоит переходить на единую валюту. Преимущество использования единой валюты состоит в том, что это снижает операционные издержки. Но два важных обстоятельства нивелируют выгоды. Во-первых, страны с единой валютой вынуждены использовать также единую кредитно-денежную политику. Европейский центральный банк устанавливает процентные ставки по всей еврозоне. Но если одна страна в еврозоне пребывает в состоянии рецессии, а другая переживает экономический подъем, то какую кредитно-денежную политику должен проводить ЕЦБ?

Во-вторых, единая валюта лишает страну возможности использовать обменный курс для воздействия на структуру внешней торговли с остальным миром. Слабая валюта сродни продаже потребителям других стран товаров со скидкой. Она удешевляет товары при экспортировании в страны с национальной валютой, относительно сильной по сравнению с валютой экспортера. Слабая валюта – лучший способ стимулирования экономики или исправления торгового дисбаланса. В частности, ослабление валюты – это нередко самый простой вариант сохранения конкурентоспособности по сравнению со странами с более продуктивной экономикой.

Манделл писал, что использование единой валюты в том или ином регионе или «зоне» имеет смысл при соблюдении ряда условий: мобильность рабочей силы в рамках валютной зоны; единый финансовый регулятор; единый политический аппарат; готовность терпеть безработицу или инфляцию в случае возникновения регионального дисбаланса.

Финансовый кризис 2008 года, начавшийся в США, запустил сразу три пересекавшихся между собой европейских кризиса, каждый из которых усугублял остальные. Первым стал кризис банковский. Европейские банки были крупными покупателями американских токсичных активов (с их нелепыми рейтингами AAA). В Испании и Ирландии на рынке недвижимости надулись собственные пузыри, что обусловило большие проблемы в их банковских системах.

Второй проблемой был суверенный долг – заимствования правительства. Греция и другие страны воспользовались новыми возможностями брать кредиты под низкие ставки и буквально погрязли в долгах. Скорее всего, не обошлось без морального риска – из-за уверенности в том, что в случае необходимости Германия и/или Европейский центральный банк придут на помощь безответственным заемщикам вроде греческого правительства.

Третьей проблемой стал медленный экономический рост в Греции, Испании и Италии, которые из последних сил старались оставаться конкурентоспособными в отношениях с Германией и другими более продуктивными государствами европейского блока. Вот тут-то, скорее всего, евро и был нанесен наибольший ущерб. Страны еврозоны лишились способности проводить собственную кредитно-денежную политику или девальвировать национальные валюты, что в противном случае позволило бы им стимулировать отечественную экономику.

Глава 12. США и Китай

Американо-китайские торговые отношения не сбалансированы; китайский экспорт в Америку существенно превышает импорт из США. В нормальных условиях избыток долларов приводил бы к снижению обменного курса доллара на юань. Это самокорректирующийся механизм. По мере удешевления доллара по отношению к юаню американский экспорт в Китай тоже становится дешевле; китайский же экспорт в США, напротив, дорожает, и это изменение относительных цен автоматически исправляет исходный торговый дисбаланс. Плавающие обменные курсы наделены потенциалом корректировать торговые дисбалансы.

Но торговые отношения США и Китая нормальными не назовешь, и китайский юань не плавает. Несмотря на многолетние однобокие торговые отношения, юань не укрепился в стоимости относительно доллара. Вместо этого политика китайского правительства в течение последних двадцати лет заключалась в так называемой переброске накопленных долларов обратно в США посредством покупки казначейских ценных бумаг – по сути дела, путем повторного одалживания долларов Америке.

Дешевый юань помог Китаю реализовать надежную стратегию экономического роста, стимулируемую за счет экспорта. Для такой сравнительно бедной страны, как Китай, один из проверенных способов стать богаче – воспользоваться преимуществами дешевого труда, производя товары для экспорта в более богатые страны. Этой же стратегией объясняется и экономический успех «азиатских тигров»: Сингапура, Южной Кореи, Тайваня и Гонконга.

Но это еще не все! Из-за того, что Китай в огромных объемах скупает казначейские обязательства США, процентные ставки в Америке снизились. Как практически все в нашей жизни, цены на облигации диктует закон спроса и предложения. Когда спрос большой – то есть Китай ежемесячно покупает казначейские ценные бумаги на миллиарды долларов, – Казначейство США может предложить более низкую процентную ставку. В результате американское правительство получает возможность дешевле заимствовать средства, а американские потребители наслаждаются более низкими процентными ставками.

Проблем – в неустойчивости этих взаимоотношений в долгосрочной перспективе. Как отмечают многие комментаторы, Китай живет хуже, чем мог бы, а Америка лучше, чем должна. Джеймс Фоллоус, корреспондент Atlantic, давно следящий за Китаем, говорит: «Как многие другие дисбалансы в экономике, этот не может продолжаться бесконечно, и, следовательно, не будет. Но то, как именно он закончится – внезапно или постепенно, по предсказуемым причинам или в результате паники, – в ближайшие несколько лет будет иметь огромное значение для американской и китайской экономик, как и для сторонних наблюдателей в Европе и других регионах мира».

Одним из убедительных аргументов в пользу разрешения американо-китайского спора по поводу стоимости юаня – кроме чисто экономических соображений – является то, что недружелюбные отношения, обусловленные манипуляциями с валютой, могут побудить Конгресс США принять соответствующие протекционистские законы (книга написана до введения Трампом протекционистских мер. – *Прим. Багузина*).

Глава 13. Будущее денег

Можно ли считать биткоин деньгами? Чрезмерно сосредоточившись на странных объектах, используемых людьми в качестве денег, мы можем упустить из виду их более важную задачу – контроль того, кто кого обеспечил товаром или услугой. Некоторые люди, в том числе философ XVII века Джон Локк, утверждают, что деньги – не что иное, как коммуникационное устройство, выполняющее функцию социальной памяти об участии сторон в производстве и потреблении.

В 1996 году тогдашний президент Федерального резервного банка Миннеаполиса Нараяна Кочерлакота указал, что все, чего можно достичь с помощью денег с точки зрения эффективных хозяйственных операций, теоретически может быть выполнено с помощью памяти. Кочерлакота написал это задолго до появления биткоина, но точно предсказал его суть. Он отмечал, что использование кредитных карт устойчиво растет потому, что это существенно снижает затраты на хранение информации и доступ к ней.

Экономист ФРС Майкл Брайан в 2004 г. связал воедино товарные, фидуциарные (бумажные, эмитируемые государством и не имеющие внутренней стоимости) и будущие деньги. Он рассуждал

так: «Фидуциарные деньги могут отслеживать транзакции так же эффективно, как товарные, и экономить при этом на производственных расходах и затратах на хранение. По сути, глядя на ситуацию с этой точки зрения, можно смело предсказать будущее, в котором все сделки проводятся вообще без издержек и мгновенно регистрируются для всеобщего обозрения, что делает концепцию денег, по крайней мере как физической конструкции, устаревшей».

Биткоин отлично справляется с этой ролью. Он, по сути, представляет собой децентрализованную бухгалтерскую книгу, позволяющую участникам торговых операций передавать биткоины в электронном виде в любую точку мира (подробнее см. [Пол Винья и Майкл Кейси. Эпоха криптовалют](#)).

Некий программист, назвавший себя Сатоши Накамото, представил миру биткоин в 2008 году. Накамото написал компьютерную программу, которая позволяет любому человеку, вошедшему в сеть, зарабатывать биткоины благодаря решению сложных математических задач. Пользователей, которые этим занимаются, называют майнерами. Как в случае с добычей (майнингом) реальных природных богатств, чем больше ресурсов брошено на решение задачи, тем продуктивнее оно, скорее всего, будет. Майнеры биткоинов вознаграждаются за решение сложных комплексных задач. Программа для генерирования биткоинов как бы произвольно выбирает выигрышные числа в диапазоне от единицы до бесконечности.

Майнеры ищут эти числа с помощью своих компьютеров. Чем мощнее компьютер и сложнее поиск, тем больше чисел программа способна просеивать одновременно, повышая шансы майнера найти нужное. А когда компьютер решает задачу, это фактически электронный эквивалент обнаружения крупниц золота: награда составляет 25 биткоинов. Оригинальная программа написана так, чтобы каждые десять минут обнаруживалось в среднем 50 монет, причем скорость обнаружения должна снижаться наполовину каждые четыре года. На момент написания этих строк в обращении находится примерно 12 миллионов биткоинов. Ожидается, что впоследствии будет добавлено еще только 9 миллионов. Этим обещанием фиксированного предложения, не зависящим от государства и центральных банков, частично объясняется привлекательность криптовалюты. Биткоин, по сути, электронное золото.

Децентрализованная регистрация владения биткоинами известна как «цепочка блоков» (блокчейн) – это электронная бухгалтерская книга. Даже противники биткоинов признают ценность данной технологии.

Я считаю, что биткоин – это не деньги. Напомню, что деньги призваны выполнять три основные функции: служить в качестве меры стоимости, средств накопления и обращения. Биткоин же терпит фиаско на двух из фронтов, а возможно, и на всех трех. Поддерживаемые государством валюты в скором времени вытеснены не будут. Конечно, характер денег и транзакций будет меняться – но не наша фундаментальная потребность в стабильной мере стоимости.

Глава 14. Как улучшить деятельность центральных банков

Многие из базовых принципов, положенных в основу работы центрального банка были в очередной раз подтверждены и закреплены в ходе финансового кризиса 2008 года. *Нам просто необходим кредитор последней инстанции.* Любой центральный банк, наделенный полномочиями предоставлять неограниченные кредиты платежеспособным, но неликвидным институтам, имеет уникальную возможность остановить финансовую панику. До тех пор пока фундаментально не изменится либо человеческая природа, либо мир финансов, паники не исчезнут. А куда будут паники, нам нужны центральные банки, которые в случае наступления этого негативного события будут предоставлять кредиты.

Кредитно-денежная политика имеет значение. Когда экономика в 2008 году рухнула, ФРС действовала на редкость смело, снизив краткосрочные процентные ставки с 5,25% почти до нуля и уменьшая долгосрочные процентные ставки с помощью политики количественного смягчения и других мер. Действия ФРС смягчили падение экономики и ускорили ее восстановление.

Политическая независимость центрального банка в значительной мере способствует его эффективности. Политиков мотивируют краткосрочные стимулы, центральные же банки должны играть вдолгую.

Скромный целевой показатель инфляции лучше нулевого. Это не означает, что инфляция полезна: в постепенном снижении стоимости денег нет ничего хорошего. Но низкие, предсказуемые темпы инфляции обеспечивают центральному банку больше возможностей для снижения реальных процентных ставок до нулевой отметки во время экономического спада.

Центральный банк должен регулировать институты, для которых он является кредитором последней инстанции. Любая структура, чтобы эффективно спасти ситуацию в плохие времена, должна проводить инспекции в периоды стабильности. Это цена, которую компании платят за беспроблемный доступ к ликвидности во время паники.

В 2008 году мы узнали много нового. *По достижении нулевой отметки в распоряжение ФРС остается много эффективных инструментов.* Во время финансового кризиса ФРС использовала несколько раундов количественного смягчения. *Мы должны уделять больше внимания системному риску* (подробнее см. [Нассим Николас Талеб. Антихрупкость. Как извлечь выгоду из хаоса](#)). Мелкие нарушения могут взаимодействовать, распространяться и разрастаться такими способами, которых не может предусмотреть ни один человек, ответственный за политические решения.

Прозрачность и эффективные коммуникации важны для продуктивной работы ФРС так же, как и для большинства других организаций. Одна из самых важных миссий центрального банка – формирование ожиданий. Если общество считает, что инфляция в следующем году составит 2 %, так, скорее всего, и будет. Такова мощь ожиданий. ФРС просто обязана четко доносить до людей, что и почему она делает; только так система сможет установить на рынках нужные ожидания, информировать простых американцев о происходящем и давать разным психам меньше поводов для бессмысленных постов в интернете.

Сможет ли ФРС расчистить баланс, не спровоцировав очередной кризис? ФРС агрессивно реагировала на финансовый кризис 2008 года, активно скупая облигации и другие ценные бумаги. Когда ФРС снижает процентные ставки, она покупает ценные бумаги казначейства в обмен на новые деньги, указывая эти ценные бумаги в балансе как активы, а новые деньги как пассивы. Это просто метод двойной бухгалтерии в применении к кредитно-денежной политике (см. [Баланс, его структура и основные понятия](#)). А чтобы поднять ставки, ФРС делает обратное, продавая активы с баланса в обмен на банковские резервы и тем самым списывая как активы, так и пассивы. Гении бухучета подсчитали, что статьи активов бухгалтерского баланса увеличились примерно с 800 миллионов долларов в 2005 году до более четырех триллионов долларов в 2015-м.

Правильно ли мы понимаем идею регулирования? Избиратели в любом случае не слишком жалуют регулирующие органы, что вполне объяснимо. Только задумайтесь о природе того, чем они занимаются. Если регулирование позволяет избежать кризиса – реальная цель, – люди так и не узнают, какая опасность им грозила. Мы просто возмущаемся любыми затратами и неудобствами, которые навязывают нам регуляторы, и нам невдомек, что эти меры, возможно, предотвратили сильнейший долговой кризис или крах на рынке недвижимости. Когда проблема решается за счет превентивных мер, героев нет. Но если худшее все-таки случается, регулирующим органам непременно предъявят обвинение в бездействии.