

Антон Парфёнов

# СТАВКА



# Антон Парфёнов

## Ставка

*[http://www.litres.ru/pages/biblio\\_book/?art=69823915](http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=69823915)*

*ISBN 9785006068728*

### Аннотация

Огромный и противоречивый, управляемый и при этом непредсказуемый, подчиненный тем, кто в нём ориентируется, и полный сюрпризов – вот что такое финансовый мир. Во что инвестировать? Как не потерять, а приобрести? Где хранить сбережения? Почему происходят финансовые кризисы? И можно ли разобраться в этом мире, прочитав всего одну книгу? Не только можно, но и необходимо, уверен её автор, ведь, так или иначе, мы все вовлечены в экономические процессы. Ответы на все вопросы – под одной обложкой.

# Содержание

Аннотация	6
Интро	10
Часть 1.	13
Глава 1. Спрос и предложение	13
Рутина	13
Почему цены меняются?	16
Закон спроса и предложения	22
Плановая vs Рыночная экономика	27
Примеры рыночных драйверов	35
Что ещё влияет на цены	45
Инфляция. Зарплатно-ценовая спираль	49
Глава 2. Деньги	56
Откуда берутся деньги?	56
Как печатают деньги?	63
Биткойн	73
Независимость Центрального банка	78
Глава 3. Ставка	85
Сбережения	85
Ставка и инфляция	90
Монетарная политика	99
Кривая Филлипса	103
Таргетирование инфляции	107
Дефляция	116

Покупка активов	121
Количественное смягчение в США	124
Монетарная и фискальная политика	129
Глава 4. Курсы валют	137
Курс национальной валюты	137
Рынок иностранной валюты	139
Связь ставки и курса валюты	144
Пример Турции	147
Трилемма монетарной политики	150
Конец ознакомительного фрагмента.	156

# Ставка

## Антон Парфёнов

*Эта книга посвящается моей маме*

*Редактор* Наталья Кондратенко

*Корректор* Олеся Шевцова

*Иллюстратор* Марина Маринина

© Антон Парфёнов, 2023

© Марина Маринина, иллюстрации, 2023

ISBN 978-5-0060-6872-8

Создано в интеллектуальной издательской системе Ridero

# Аннотация

Финансы – сложно ли это? Я изучаю финансы всю свою карьеру и сейчас понимаю, что не встречал стройной теории, которая бы соединила все нужные пазлы в одну картинку. Многие писатели и учёные пытаются поделиться максимальным количеством знаний в каком-то одном направлении. Но много – не всегда лучше; чтобы стало лучше, нужно, наоборот, убрать всё лишнее. Усложнять легко, упрощать сложно. Большие объёмы информации и глубокая специализация в образовательных материалах мешают понимать и видеть картину целиком. В этой книге я взял только самое главное из всех дисциплин по экономике и финансам и выстроил повествование в таком порядке, который быстрее и эффективнее донесёт суть и понимание.

Книга выражает нестандартный подход и альтернативный взгляд на финансы. Выводы и идеи в ней не противоречат классическим экономическим теориям, однако интерпретация этих выводов и идей будет представлена через призму моего опыта, понимания и видения. В современном мире мы принимаем большое количество финансовых решений, которые оказывают существенное влияние на нашу жизнь, поэтому понимание финансов должно быть доступно каждому.

Моя задача – сократить путь читателя к этому пониманию. Ведь что делает нас более эффективными и успешными

ми? Три важных пункта.

**Опыт.** Если у вас есть огромный опыт, то вы, без сомнения, будете более эффективны в своём деле. Если вы повар с 20-летним опытом, то приготовите салат или сварите суп быстрее и вкуснее.

**Знания.** На первый взгляд, это очевидно, но почему за счёт знаний вы становитесь более эффективным? Будучи опытным поваром, но не обладая базовыми знаниями о продуктах и ингредиентах, их сочетаниях или методах приготовления блюд, вы не сможете создать новое уникальное блюдо или открыть популярный ресторан. Однако если добывать знания опытным путём, это займёт много времени. Например, нам нет необходимости изобретать колесо и электричество и тратить на это годы жизни. Количество информации растёт с каждым днём, и чтобы развиваться дальше, нам нужно научиться эффективно с ней работать. А если знания и информация плохо подаются и вы их не понимаете, то толку от них будет мало. Если же теория структурирована и понятна, то это позволит больше узнать за более короткий промежуток времени. Получая и усваивая информацию быстрее, вы сможете применять её в жизни, становясь более эффективным. «Чем больше сразу учишься, тем меньше после мучишься».

**Удача.** Третий способ стать эффективным и успешным – поймать удачу. Вы можете случайно придумать популярное блюдо без опыта и знаний, но не стоит на это надеяться, это

путь в никуда. Везёт тому, кто везёт, поэтому забудем про удачу. Если опыт можно наработать, знания – получить, то удачей человечество хотело управлять веками – так и не научилось.

Книга может стать настольной для топ-менеджеров любой корпоративной функции, будь то продажи, закупки, финансы, стратегия или общий менеджмент. Она поможет понять и ответить на вопросы, сколько стоит бизнес, из-за чего меняется цена, что такое ставка дисконтирования, IRR и NPV, как определяются эти ставки и как они между собой связаны. Читателям, специализирующимся в финансах и инвестициях – финансовым и инвестиционным аналитикам – данная книга поможет взглянуть на финансы под другим углом, открыть новые грани смысла, скрывающегося за цифрами, а также увидеть, что кроется под капотом превалирующей модели оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM). В середине книги вас ожидает секрет работы модели CAPM – то, чего вы не прочитаете ни в каких других учебниках по экономике и финансам. Для макроэкономистов, преподавателей, маркетологов и стратегов она будет полезна тем, что поможет понять, каким образом макроэкономика и монетарная политика влияют на товарные рынки, рынок слияний и поглощений, корпоративные решения в области ценовой политики, стратегии развития или политики финансирования.

И последняя, но не менее важная задача этой книги: она

поможет любому, у кого есть сбережения, принять решение, во что их инвестировать. Если вы хотите сохранить и приумножить капитал и не знаете, как это сделать, вам поможет данная книга. Если вы стремитесь быстро заработать денег на инвестициях, пройдя платные курсы трейдера, или вложить деньги в уникальный фонд, то, боюсь, это издание вас разочарует. Она лишь поможет понять, что быстро заработать невозможно, можно только быстро потерять.

Что сделать, чтобы этого не произошло, как выбрать правильное направление инвестиций? Открыть эту книгу – а вместе с ней и дверь в финансовый мир.

Книга будет полезна всем, кто хочет ответить на многие вопросы нашей современности и финансового прошлого стран и континентов, а после её прочтения осознанно понимать и рассуждать о финансах и экономике. Может показаться, что одной книги для всех ответов недостаточно. Среди изданий, которые глубоко изучают конкретные направления в финансах и экономике, нет ни одного, которое бы объединяло всё в одну систему. Погружаясь в каждую отдельную тему, раскрывающую мир финансов с какой-то одной стороны, теряешь из виду полную картину. Эта книга – скромная попытка объединить все знания по финансам под одной обложкой. Чем больше людей будет глубже понимать финансы, тем лучше будет мир, в котором мы живём.

# Интро

Глобальный финансовый кризис 2008 года. Гений финансовой мысли превратил банальные ипотечные кредиты на покупку недвижимости в настолько сложные финансовые инструменты, что никто не мог их понять и оценить. Инвесторы по всему миру инвестировали в ипотечные кредиты граждан США через сложные структурные облигации наподобие тех, которые вам постоянно предлагает ваш брокер и в которых ничего не понятно, но заработать можно много. Банки получали огромные комиссии за счёт того, что пропускали через себя огромные объёмы ипотечных кредитов, упаковывали их в конфетку с красивой обёрткой, привязывали бант государственного страхования от невыплат и продавали инвесторам, снимая с себя риски. Однако инвесторы видели только обёртку и не в состоянии были распаковать её. Возник порочный круг, который стимулировал банки выдавать ипотеку в огромных количествах, поскольку они зарабатывали на этом большие деньги. Ипотеку выдавали абсолютно всем, в масштабах, ранее не виданных нигде и никогда. В то время на рынке были достаточно низкие процентные ставки, и недвижимость начала быстро расти в цене. В какой-то момент Федеральная резервная система подняла ставки и оказалось, что многие ипотечные кредиты были выданы под плавающие проценты, при этом заёмщики,

взявшие на себя две или три ипотеки, больше не могли их обслуживать и стали продавать закладную недвижимость. По цепной реакции наподобие эффекта домино многие заёмщики начали банкротиться, и на рынок вышло огромное количество закладной недвижимости, которая резко упала в цене. Инвесторы терпели огромные убытки. Экономике многих стран вошли в рецессию, а фондовые рынки обрушились. Масштаб финансовой катастрофы был настолько огромным, что это нашло отголоски по всему миру. Банки США не только безрассудно выдавали ипотеку, не глядя на платежеспособность заёмщиков, но также продавали эти перепакованные кредиты – токсичные активы – по всему миру. Несколько гигантских американских банков с вековой историей обанкротилось, остальные были спасены правительством. Три исландских банка, накупивших токсичных облигаций в разы больше, чем ВВП самой Исландии, обанкротились и были национализированы. В результате этого исландская крона обесценилась на 85%, а правительство ушло в отставку. Европа заставляла Исландию взять на себя долги обанкротившихся банков, что в итоге привело к референдуму, на котором больше 90% населения проголосовали против выплаты банковских долгов за счёт налогоплательщиков и была принята новая Конституция. Настолько глобальными оказались последствия невыплат по ипотечным кредитам в США.

Меня всегда завораживали такие истории, и всегда хо-

телось понимать, что происходит. Как работают финансы и фондовый рынок, как ведут себя цены на недвижимость, как действует монетарная политика. Сколько себя помню, я долго не мог разобраться, откуда берутся процентные ставки и почему они разные в разных странах. Почему сегодня кредиты выдаются под одну ставку, а завтра – под другую? Откуда возникает инфляция и как её предугадать? Почему цены акций меняются каждую секунду? Как посчитать стоимость акций или бизнеса? Что такое облигации и чем они похожи на депозиты? Почему падают цены на недвижимость? Давайте попробуем разобраться вместе, а в конце книги посмотрим на историю глобального финансового кризиса новым взглядом.

# Часть 1.

## Товарные активы

### Глава 1. Спрос и предложение

#### Рутина

Каждый день мы совершаем покупки. Не всегда можем позволить себе купить всё, что захочется. Чем более желанный товар перед нами, тем дороже он стоит и тем сложнее его приобрести. Можно купить себе последнюю модель iPhone и экономить на всём остальном или довольствоваться китайским аналогом. Приходится выбирать. Деньги выполняют **функцию меры стоимости**, они дают понимание, кто чего хочет и насколько сильно. С помощью цены мы различаем высококачественные изделия и товары массового потребления.

В современном обществе и нашем сознании сформировалась система денежных отношений. Деньги служат для нас **средством обмена**, поскольку нам не нужно менять телефон на кирпичи, которые мы получили вместо зарплаты, работая на заводе, как было в 90-х годах. В то время долго-

хранящиеся товары частично заместили денежный оборот. Деньги дают возможность избавиться от вещей, которые нам не нужны, купить то, что нужно, и сделать это гораздо быстрее, чем при бартере. Например, зоопаркам запрещено покупать и продавать животных за деньги, поэтому они ими меняются и дарят. Согласитесь, это менее удобно, чем просто купить.

Иногда мы совершаем большие покупки: бытовой техники, автомобилей, квартир. Для таких покупок нам приходится откладывать деньги, так мы проходим через свой первый опыт сбережений. **Функцию накопления и сбережения** в данном случае также несут деньги. Кто-то сберегает деньги и кладёт их на депозит под 8%. Накопив нужную сумму, мы делаем приобретение.

Идут годы, мы наблюдаем, как цены постоянно растут, и принимаем это как данность, не задумываясь особо, почему они растут и можно ли этого избежать. В разные периоды у нас разные ожидания по ценам, иногда кажется, что росту цен не будет конца. Иногда цены стабильны, и мы забываем о них. Иногда даже снижаются, и то, что казалось раньше недоступным, приобрести гораздо легче.

Логика большинства людей выстраивается следующим образом: чтобы справиться с ростом цен, нужно найти работу, где больше платят. Тогда можно позволить себе покупать, что захочется. Работники начинают использовать рост цен в качестве аргумента и просить повышения зарплаты.

Кому-то повышают, кто-то меняет работу, где платят больше, но не всем так везёт. Кто-то находит дополнительный источник заработка или берёт сверхурочные часы.

Если доходы увеличить не получается и нам не хватает денег, скажем, на телефон, то мы берём кредит. Не нужно тратить время и копить, можно получить сразу то, чего хочется. Взамен нужно только выплатить проценты. Сколько? Например, 15%. А может, 20% или все 30% – везде предлагают разные ставки. Много это или мало? Не задумываясь, берём кредит и совершаем покупку.

Мы получаем телефон в кредит на месте, но позже делаем ежемесячные платежи по кредиту. Когда мы платим за товар, который уже получили, и погашаем долг, то деньги начинают нести уникальную функцию – **функцию платежа**. Когда не было денег, люди брали вещи на время и возвращали аналогичные предметы или заменяли чем-то другим. Сейчас нам не нужно возвращать такой же телефон, который вы получили ранее. Вместо этого мы используем универсальное средство платежа – деньги.

В следующий раз покупаем квартиру в ипотеку, ставка по которой оказывается меньше и составляет 10%. Странно, что за телефон было 20%. Депозиты, в свою очередь, дают ставку ещё ниже – 8%. Почему ставки разные?

Примеры, которые я сейчас привёл, должны быть знакомы и понятны каждому. Драматичность ситуации заключается в том, что на одной странице умещается весь опыт и понима-

ние финансов среднестатистического человека. Одна страница текста.

Несмотря на красный диплом в сфере финансов и экономики, я не понимал, откуда берутся ставки процентов по кредитам и депозитам. Почему они сейчас 10%, а через год 5%? Почему доллары приносят всего лишь 3%? Я смутно представлял, что такое облигации, чуть лучше понимал, что такое акции, а инфляция для меня была просто словом, которое означало рост цен. Я не мог ответить на вопросы, почему рубль обесценивался, почему происходили финансовые кризисы.

## **Почему цены меняются?**

Так почему всё-таки цены на продукты постоянно растут, а цены на квартиры с таким же успехом могут падать? Почему цены на акции меняются каждую минуту? Начнём с самого базового – цены на товары и услуги повседневного спроса.

В повседневной жизни люди обычно ассоциируют цены с текущим потреблением. Кофе стоит 100 рублей, хлеб – 30 рублей, ужин в ресторане – 3 000 рублей. Задайте себе следующий вопрос и попробуйте на него ответить самостоятельно: откуда берутся цены и почему они меняются?

Я прочитал случайный пост в социальной сети, в котором автор делился своими детскими воспоминаниями. В нём он рассказывал: когда он был маленьким, то думал, что прези-

денту приносят список со всеми товарами в магазинах, а тот своей рукой пишет цены. Мальчик не мог понять, как это президент так быстро успевает переписывать их, ведь они постоянно меняются, а товаров так много. И ребёнку очень хотелось сказать: «Ну, напиши один раз все цены и сделай их в два раза ниже, вот тогда и заживём, и люди будут довольны». Я уверен, у многих есть свои детские версии этого процесса. Но почему же они всё-таки меняются, и почему все люди не могут получать то, что хотят?

Первое, что приходит на ум – цены на товары определяются затратами на их изготовление. И это кажется логичным. Затраты на изготовление товаров постоянно растут, следовательно, растёт цена. Но не всё так просто. Вопреки расхожему мнению, затраты не сильно влияют на цены. Возьмём, к примеру, компанию Pfizer и разработанный ею препарат «Виагра». Многим хотелось бы покупать его по цене, равной затратам, плюс какая-то разумная наценка. Но реальность такова, что его цена превышает затраты во множество раз. Или другой пример: в 2020 году цена нефти на мировом рынке стала отрицательной – минус \$ 37 за баррель (причины будут описаны ниже), а цены на бензин в России не снизились. В другое время нефть стоила в разы больше, чем затраты на её добычу, а цены на бензин в России монотонно растут из года в год.

Человек, думая о ценах, в первую очередь представляет себе затраты на производство, но забывает о прибыли. Если

посмотреть, сколько компании зарабатывают на продаже товаров, то наше понимание должно перевернуться. Компания Apple, продавая телефоны, зарабатывает сотни миллиардов долларов и является одной из самых дорогих компаний в мире. Держа в руках iPhone за тысячу долларов, мы редко думаем о его себестоимости. Таким же образом, покупая кольцо с бриллиантом, мы не думаем о затратах на производство этого кольца. Многие люди вообще не размышляют о затратах, а покупают импульсивно, что хотят, не глядя на цену. Так почему же мы думаем только о затратах на производство каждый раз, когда пытаемся объяснить рост цен?

Цены, в первую очередь, определяются спросом и предложением. Я много раз слышал об этом и изучал на базовых курсах экономики, но особо не придавал этому значения. Мне казалось, что в экономике и финансах всё должно определяться цифрами и формулами. Мысль о том, что цена определяется умозрительными спросом и предложением, которые ещё к тому же сложно измерить, не находила места в моём сознании. Но экономика оказалась более гуманитарной и менее точной наукой. Мы уже привыкли пользоваться такси и знаем, что такое повышенный спрос. Утром и в час пик, когда все едут на работу или по делам, такси стоит в 2—3 раза дороже, чем в обычное время. Во время дождя спрос и цена мгновенно растёт. А в новогоднюю ночь тариф в 3 раза дороже по умолчанию. При этом автомобили, бензин и запчасти не меняются каждый час, почему тогда

цены меняются?

Многие любят отдыхать летом на море. Гостиницы в прибрежных городах и авиабилеты летом в несколько раз выше, чем зимой. На горнолыжных курортах всё наоборот. Во время пандемии коронавируса лимоны стоили в 4 раза, а имбирь – в 5—6 раз дороже, чем обычно. Коронавирус никак не повлиял на урожай лимонов и имбиря, но что настолько увеличило их цены? Есть что-то ещё, кроме себестоимости, что управляет ценами. Это влияние спроса. Так, во время пандемии стали распространяться слухи в интернете, что лимоны и имбирь помогают справиться с инфекцией, и это резко подогрело интерес населения.

Важен не только спрос, но и предложение. Если бы в мире нашли огромные залежи золота, что привело бы к увеличению добычи, то цены бы на него упали. Если в результате непогоды урожай пшеницы или любой другой сельскохозяйственной культуры собрать не удаётся, то цены идут вверх. Огурцы и помидоры стоят в три раза дешевле летом, чем зимой. Зимой они растут только в теплицах, а этих площадей гораздо меньше, чем открытых полей в тёплое время года. Это влияние предложения.

Причин изменения спроса и предложения может быть огромное множество, они могут быть как рыночные, так и политические, технологические, природные, личные и прочие – важно лишь их влияние на количество предлагаемых товаров на рынке. Например, после начала специаль-

ной военной операции в феврале 2022 года (далее – СВО) и под влиянием ожиданий, что в мире сократится предложение газа, нефти, металлов, пшеницы из России и Украины – мировые цены на эти товары выросли. Несмотря на то, что санкции являются детищем политики, а не рыночным механизмом – они также приводят к сокращению предложения, что влечёт за собой рост цен. Аналогичным образом работают пошлины, квоты, торговые ограничения и прочие инструменты государственного регулирования потоков товаров между экономиками стран.

Затраты на производство товаров и услуг, такие как заработная плата, стоимость материалов, аренда, налоги и прочие, играют определённую роль в ценообразовании, но они формируют не саму цену. Участки и дома на берегу моря стоят очень дорого, но затраты на проведение коммуникаций и строительство такие же, как везде. Прибрежная недвижимость дорогая, поскольку её в разы меньше остальной. А стоимость деревенской недвижимости, если её можно так назвать, максимально приближена к затратам на её постройку. Затраты определяют лишь нижний порог цен. Редко кто будет продавать товары и услуги ниже затрат, а если делать это систематически, то можно обанкротиться. Поэтому цены должны быть выше затрат.

При этом на коротком промежутке времени они могут быть ниже затрат, тогда компании начинают работать себе в убыток. Такое случается, когда, например, невозможно

остановить производство при неизменном спросе, как в случае с нефтью во время пандемии коронавируса. Простой оборудования может стоить дороже, чем продажа товаров с убытком, например, приходится выбирать между платным отстоем вагона или сдачей его за бесценнок. Во время глобального финансового кризиса банки забирали огромное количество домов по ипотечным закладным, за которыми нужно было следить, и поэтому их сдавали в аренду бесплатно, лишь бы в них кто-то жил, чтобы их не обокрали или не разрушили. Примеры можно приводить долго.

Ценообразование – это один из самых важных разделов в экономике, который изучает закон спроса и предложения. Классическая экономическая теория объясняет изменения цен законом спроса и предложения. Чем выше спрос и ниже предложение, тем выше цены. И наоборот. Когда вы пытаетесь понять, куда пойдут цены, то на эти цифры нужно смотреть через призму спроса и предложения. Так же, как сложившийся баланс спроса и предложения определяет текущую цену, изменение этого баланса соответствующим образом приводит к изменению цен. Если послушать, о чём говорят менеджеры по продажам или закупкам в любой компании, то большую часть времени они обсуждают спрос и предложение.

# Закон спроса и предложения

Все товары и услуги в экономике, которые мы потребляем, будь то хлеб, мебель, автомобили или парикмахерские услуги, такси, обучение – всё это мы будем называть **товарными активами**. По любому товарному активу можно умозрительно представить рынок, который объединяет всех покупателей и продавцов. В любой момент времени на рынке находится определённое количество товаров, которое продавцы должны разделить между всеми покупателями. Аналогичная ситуация с услугами.

Разберём спрос и предложение на примере вагонных перевозок. В 2000-х годах прошла масштабная реформа российской железнодорожной отрасли, в рамках которой вагоны были приватизированы. С тех времён вагоны могут покупать, и ими может управлять не только монополист – компания «РЖД», но и любой желающий. На сети железных дорог (далее – сеть) используется множество видов вагонов: полувагоны, цистерны, крытые, платформы, цементовозы, зерновозы и прочие. Возьмём, к примеру, зерновозы, которые используются для перевозки зерновых культур и продуктов их переработки.

На сети находится в среднем 50 тысяч вагонов для перевозки зерна. Средний сбор урожая зерновых в стране, если говорить упрощённо, 100 млн тонн в год. При таком урожае

и нормальной работе железных дорог вагонов хватает, чтобы вывезти все зерновые, и рынок находится в балансе. В таком случае можно сказать, что рынок сбалансирован и на сети находится оптимальное количество вагонов. При оптимальном количестве вагонов на рынке устанавливается равновесная цена.

По аналогии с реальным маркетинговым обзором рынка любого товара и услуги, который делают в коммерческих компаниях, оценим и проанализируем предложение и отдельно спрос, сложившийся на рынке. Начнём с предложения вагонов. Может возникнуть такая ситуация, при которой в течение года у 5 000 вагонов закончится срок полезного использования, и их нужно будет разделить на металлолом. В результате на сети образуется небольшой дефицит вагонов, что начнёт «давить» на цены перевозок, поскольку не каждый фермер сможет в нужный момент вывезти свой урожай. Это приведёт к конкуренции за вагоны и росту цен.

С другой стороны, у нас есть спрос, который представлен фермерами, переработчиками и экспортёрами зерновых культур. Никто из них не застрахован от неурожая. Так же, как и от перепроизводства зерна. Представим, что сложились идеальные погодные условия, и сбор урожая составил рекордные 130 млн тонн. Как вывозить всё это зерно, ведь на это нужно на 30% больше вагонов,  $50 * 1,3 = 65$  тысяч? В результате рекордного урожая растёт спрос на вагоны, который приводит к ещё большему дисбалансу и дефициту же-

лезнодорожного транспорта. В итоге мы имеем на рынке следующее.

В левом углу ринга находятся фермеры со спросом на 65 тысяч вагонов. В правом углу ринга – собственники вагонов с 45 тысячами вагонов. Они начинают торговаться – кто, что и за сколько сможет перевезти. В результате формируется рыночная цена. Эта цена распределяет дефицитные вагоны только среди самых эффективных и финансово устойчивых покупателей. Когда на рынке спрос отличается от предложения, то говорят, что наблюдается дисбаланс – дефицит или профицит. Если спрос превышает предложение, то это называют дефицитом, поскольку товара или услуг не хватает. Если предложение превышает спрос, то рынок будет находиться в профиците, когда товара больше, чем людей, готовых его приобрести.

Дефицит вагонов – 20 тысяч, или 40% ( $20 / 50$ ) от их оптимального количества. Рынок будет стремиться найти баланс за счёт корректировки цены, которая снизит спрос. В реальности такой дисбаланс вызовет рост цен на перевозки в 3—4 раза. Это приведёт к тому, что кто-то из фермеров начнёт больше привлекать автотранспорт, кто-то просто будет хранить зерно в элеваторах, пока не появятся свободные вагоны, кто-то будет искать местных покупателей, чтобы не тратить средства на перевозки.

Для того чтобы избежать такой ситуации в будущем, можно строить больше вагонов. Высокие цены на перевозки нач-

нут привлекать инвестиции в постройку зерновозов, количество которых на сети будет расти. В результате таких процессов на рынке может возникнуть профицит – противоположная ситуация, когда вагонов будет больше, чем груза, и они начнут простаивать. В таком случае цены на перевозку снизятся, а вагоны перестанут строить.

В идеализированной экономике спрос и предложение всегда должны находиться в балансе. При изменении спроса предложение должно мгновенно отреагировать за счёт изменения объёмов производства и открытия новых производств. Но в реальной жизни адаптация не происходит мгновенно, на это нужно время. Предложение часто не успевает отреагировать, и удовлетворить весь спрос невозможно. Если естественных механизмов окажется недостаточно для того, чтобы отрегулировать баланс, то корректировать его начнёт цена. Сбор урожая происходит раз в год, он развозится и потребляется в течение года до следующего урожая. В конце сезона запасов остаётся мало, и потребность в вагонах снижается, а в начале сезона вагоны нужны всем, поэтому цены на них могут кардинально меняться внутри года. Дорога ложка к обеду.

Если рынок сбалансирован, то цены будут оставаться стабильными. Также цены сохраняют прежний уровень, если фермеры и собственники вагонов смогут быстро адаптироваться, чтобы найти баланс. Если нехватка вагонов незначительна, фермеры могут перейти на использование автомоби-

лей для перевозки или чуть дольше хранить зерно в элеваторах, что не повлияет на стоимость перевозок. Но более существенные дисбалансы может урегулировать только цена.

Стоит ещё раз упомянуть о том, насколько рыночные факторы превалируют над затратами при формировании цены. Дело в том, что стоимость постройки разных типов вагонов и стоимость их обслуживания примерно одинакова. При этом цены перевозки угля в полувагонах, нефти в цистернах или пшеницы в зерновозах могут отличаться в разы. Несмотря на кажущуюся схожесть вагонов, у каждого типа свой рынок и своя динамика спроса и предложения. Цены на разные типы вагонов определяются в основном балансом спроса и предложения, несмотря на сопоставимую стоимость вагона. Затраты на изготовление вагонов не имеют решающего значения.

Стратегия развития любой компании и политика ценообразования как раз и формулируют целевые рынки, прогноз их дисбаланса и решения компании в отношении объёмов и цен производимой продукции и услуг. Компании могут сами активно участвовать в формировании спроса и предложения на свои товары. Реклама может заметно увеличить спрос и дать возможность поднять цены. Можно регулировать предложение и поддерживать высокие цены, как, например, делает компания Hermès, производитель женских сумок Birkin Bag. Цены на данные сумки могут достигать до 50 тысяч долларов и выше, несмотря на то что себестоимость их

производства в сотни раз меньше. Всё дело в ограниченном предложении, которое компания искусственно создаёт и поддерживает. Такую сумку невозможно найти в наличии в магазинах, приходится записываться в очередь и ждать месяцы, чтобы её купить. Вкупе с гениальным маркетингом и рекламой, которые рождают большой спрос, ограниченное предложение даёт возможность устанавливать высокие цены.

Аналогичные воображаемые рынки можно построить по каждому товару или услуге. На каждом рынке будут свои особенности спроса и предложения и механизм их балансировки. Объединив все эти рынки, мы получим рыночную экономику. Но не так давно во многих странах была ещё и плановая экономика.

## **Плановая vs Рыночная экономика**

При плановой экономике строятся планы производства и потребления всех товаров и услуг. Государство пытается спрогнозировать, кому и сколько нужно построить квартир, произвести автомобилей и испечь хлеба. История показала, что это была утопическая идея. Вместо всеобщего благополучия получили дефицит, деградацию экономики, остановку развития и распад государства.

В XX веке шло противостояние двух моделей экономик – плановой и рыночной, и двух политических систем – ком-

мунизма и капитализма. В рыночной экономике, или, как её ещё называют, капитализме, объёмы производства регулируются не государством, а населением и частными компаниями, которые сами решают, сколько и чего им производить. При этом абсолютный спрос остаётся примерно одинаковым что при рыночной, что при плановой экономике – люди всегда хотят больше, лучше и быстрее. В плановой экономике, или, как её ещё называют, коммунизме, государство решало, кто, сколько и чего получит. Но кто же регулирует спрос и предложение в рыночной экономике? Известный экономист Адам Смит говорил, что это невидимая рука рынка. В этом качестве выступает цена. Цена – естественный регулятор спроса и предложения.

Свободные цены запускают механизмы, которые балансируют спрос и предложение. Этими механизмами являются конкуренция, свобода экономической деятельности и принцип максимизации прибыли. Это и есть та самая невидимая рука. Чем свободнее экономика и ожесточённее конкуренция, тем быстрее цены уравнивают спрос и предложение. Население может свободно выбирать товары по наименьшей цене и менять предпочтения в зависимости от цены. Сильная конкуренция помогает максимально эффективно регулировать спрос и предложение.

Высокая цена снижает спрос, поскольку не все люди могут себе позволить такие товары. Они находят более дешёвые аналоги или вовсе отказываются от потребления. Одновре-

менно с этим высокая цена увеличивает предложение и стимулирует инвестиции в расширение мощностей, поскольку прибыльность такого товара растёт. Снижение цены, напротив, увеличивает спрос и сокращает предложение.

С точки зрения бизнеса основным механизмом изменения цены является главный принцип капитализма – стремление к максимизации прибыли и увеличению капитала. Любые изменения предложения товаров и услуг мотивированы исключительно стремлением к получению денег. В этом заинтересована та узкая группа людей, которые работают не за зарплату, а за прибыль. Прелесть капитализма заключается в том, что человеку всегда мало, и он никогда не остановится в стремлении заработать больше денег.

Собственники бизнеса начинают снижать цены, чтобы продать излишний товар, ведь низкая цена лучше, чем ничего, либо, наоборот, повышать их, чтобы заработать ещё больше на дефицитном товаре. Микроэкономика как раз занимается изучением, как изменение цены влияет на спрос и предложение и в итоге на прибыль компаний. Если свести все рассуждения к понятному расчёту, то он достаточно простой – сможет ли дополнительный объём проданных товаров или услуг компенсировать потери по снижению цены, и наоборот.

В плановой экономике, если государство допустит ошибки при планировании, то многие люди просто не получат дефицитный товар. В итоге возникает дефицит, а потребление

и благосостояние людей снижается. Дело в том, что, в принципе, невозможно достичь такого качества планирования, чтобы адаптировать предложение под спрос. Эта идея утопична и нереализуема, поскольку трудно предусмотреть абсолютно всё. В плановой экономике баланс пытались найти с помощью прогнозирования, но не получилось. В рыночной экономике баланс находят с помощью цены.

В рыночной экономике свободная цена позволяет эффективно регулировать спрос и предложение. Цена – уникальное явление, естественный регулятор и стабилизатор баланса любых рынков товаров или услуг. При этом нужно отметить, что и в плановой экономике были цены, но они практически не менялись. Не менялись настолько, что в СССР на гантелях цена была выплавлена в металле. Стабильные цены и предсказуемость ситуации – это как раз то, о чём так мечтают многие люди. Однако хоть цены и не менялись, купить что-либо за эти деньги было невозможно. Был дефицит.

Все жили бы счастливо в мире с волшебной экономикой, в которой каждый мог купить всё, что захочет. В идеальном мире, в котором ресурсов хватает на всех, цены не нужны в принципе, потому что на любой спрос всегда есть предложение. Однако ресурсы ограничены, и на всех их не хватает – такими вводными словами начинается любой базовый курс по экономике. «Всего на всех не хватит, потому что всех много, а всего – мало». Ресурсы ограничены, потребности меняются, постоянно появляются новые продук-

ты. Невозможно удовлетворить желания каждого человека и оперативно подстроиться под изменение спроса. С этим заданием может справиться только цена – независимый, никем не контролируемый, максимально оперативный регулятор с полным отсутствием бюрократии, механизм, который распределяет ограниченные ресурсы и стимулирует нужные производства. Никакие плановые министерства и суперкомпьютеры не справятся с этой задачей лучше, чем свободная рыночная цена.

Здесь и далее во всей книге мы будем говорить, что цены определяются различными **драйверами стоимости**, другими словами, причинами. Дисбаланс спроса и предложения, который приводит цены в движение, мы будем называть **рыночным драйвером, или драйвером рынка**.

Альтернатива рыночной экономике и цене – это дефицит. В плановой экономике на ком-то просто закончатся автомобили или телефоны, а остальные люди встанут в очередь и будут ждать своих товаров. Печальный опыт коммунистических стран с плановой экономикой показал, что это не лучшая модель. Я думаю, многие посещали государственные поликлиники и знают, как тяжело получить талончик к востребованным или редким врачам. Также многие помнят, сколько это приносит стресса, когда нужно прийти в больницу пораньше, выстоять в очереди, поругаться с тем, кто пытается пролезть вперёд, а в итоге талончиков может не хватить, и на следующий день придётся начинать всё сначала. Мо-

жете ли вы себе представить, что вся ваша жизнь была бы такой? Каждый день вам пришлось бы стоять в очередях и рисковать не получить продукты питания, книги, телефоны, компьютеры, такси, брони в отелях? Мне кажется, это было бы сущим адом. Именно поэтому осталась только одна страна с полностью плановой экономикой – Северная Корея, а страны со смешанным типом плановой и рыночной экономики можно пересчитать по пальцам – Китай, Куба, Вьетнам, Лаос.

Экономика эффективнее, комфортнее и приятнее работает ценами, а не очередями и дефицитами. Уникальность цены в том, что спрос и предложение будут урегулированы в любом случае, не важно, какой дисбаланс. Говорят, что самым лучшим лекарством против высоких цен являются высокие цены. Высокие цены увеличивают предложение и снижают спрос, приводя рынок к балансу. Система устроена так, что, самоорганизуясь, она расширяет дисбалансы за счёт цены таким образом, чтобы население в итоге получило максимальную выгоду. Однако даже в рыночной экономике нам до сих пор приходится стоять в очередях, когда мы потребляем социальные услуги, предоставляемые государством – за талонами к врачам, на получение паспорта, места в детском саду.

Баланс спроса и предложения может быть настолько хрупким, что изменение дефицита или профицита на пару процентов может привести к существенному изменению цены.

Зависимость между процентом дефицита или профицита и процентом изменения цены не линейная – она логарифмическая. Дефицит товара в 1% от общего объёма спроса может привести к росту цены на несколько процентов, а дефицит в 5% – к изменению цены в десятки процентов. Дефицит в 10% приведёт к изменению цены в разы, а дефицит в 20% может изменить цены в 5—10 раз, как в примере с вагонами. Сюрпризом для меня оказалось то, что в экономике не всё подвластно математическим формулам и законам. Экономика является не точной наукой, а гуманитарной, в которой можно говорить лишь о закономерностях и наблюдениях. Невозможно точно знать, насколько изменится дефицит и, как следствие, цена. Знал бы прикуп, жил бы в Сочи.

К примеру, цены на редкоземельные и драгоценные металлы в последнее десятилетие определяются изменениями в автомобильной промышленности. Появление электромобилей, основным элементом батарей которых является литий, привело к тому, что цены на этот металл выросли более чем в 5 раз за год. Скандал в США с фальсификацией показателей выхлопных газов автомобилей Volkswagen, а также постепенное ужесточение норм выбросов привело к росту спроса на палладий. В результате скандала Дизельгейт оказалось, что внутренняя электроника и бортовые компьютеры дизельных автомобилей Volkswagen долгие годы занижали показатели количества выхлопных газов, когда тестировались на стендах. Компания была оштрафована на десят-

ки миллиардов долларов. Многие страны ужесточили требования к показателям выхлопных газов дизельных автомобилей, в результате чего автопроизводители стали производить меньше дизельных автомобилей и переключились на бензиновые. Палладий – металл, который является основным элементом катализаторов бензиновых автомобилей, спрос на который вырос в 4—6 раз, из-за этого стал стоить дороже золота. А платина, которая использовалась в основном в дизельных автомобилях, рухнула в цене и относительно золота подешевела. Для многих это может оказаться сюрпризом, но платиновые украшения уже давно не стоят дороже золотых, как было когда-то.

У некоторых товарных активов бывает несколько целевых рынков, и на них влияют потребности разных групп людей и сфер экономики. Например, растительные масла используются как в пищевой промышленности, так и в энергетической, поскольку из них делают биотопливо. Спрос на растительные масла для производства биотоплива кардинально отличается от потребностей пищевой промышленности. Большинство масличных культур, таких как соя, рапс, лён, используются для производства двух совершенно разных продуктов – шрота, который используется в кормах, и масла. Эти продукты имеют совершенно разные рынки. Ценам на такие товары сложнее найти баланс спроса и предложения, их рыночные драйверы сложны и практически не прогнозируемы. Давайте вернёмся в наш прекрасный мир ры-

ночной экономики (лучшего пока не придумали) и разберём несколько примеров, как спрос и предложение регулируются ценами.

## **Примеры рыночных драйверов**

### **Нефть**

Всем очень интересно обсуждать нефть. Давайте попытаемся понять, какие факторы влияют на цену.

Спрос на нефть в большей степени обусловлен транспортом – автомобили, морской и железнодорожный транспорт, сельскохозяйственная и прочая специализированная техника не могут передвигаться без продуктов переработки нефти. Объёмы транспортировки зависят от общей ситуации в экономике. С ростом экономики растёт и спрос на нефть. Очень наглядным примером стал 2020 год, когда из-за коронавирусных ограничений транспортное сообщение в мире практически остановилось. Это привело к резкому снижению спроса на нефть и падению цены практически до нуля. Менее драматическим, но более фундаментальным фактором спроса является постепенный переход на электромобили. В результате этого перехода будет сокращаться потребление нефти.

Предложение нефти формируется нефтедобывающими компаниями. В мире существует множество стран, которые добывают «чёрное золото», и множество нефтяных ком-

паний. Для регулирования объёма предложения нефти и, как следствие, регулирования цен на неё была сформирована организация стран экспортеров нефти, ОПЕК (OPEC, Organization of petroleum exporting countries). ОПЕК может ограничивать предложение, что приводит к увеличению цен, поскольку нефти на рынке становится меньше. Другим примером искусственного ограничения фактора предложения являются санкции, введённые западными странами против Ирана, страны, которая также является нефтедобывающей, а также России. В результате санкций уменьшается предложение, что приводит к увеличению цены. Россия и Иран вместе не превышают 15% от общемирового производства нефти, а санкции ограничивают только часть их объёма, что в итоге даёт 1—2% сокращения мирового предложения. Но на таком живом рынке, как нефтяной, даже пара процентов дефицита или профицита на рынке может привести к существенным изменениям в цене. ОПЕК также регулирует объёмы производства на доли процентов, но это приводит к существенным изменениям котировок нефти, поскольку зависимость между процентом дисбаланса и процентом изменения цен логарифмическая.

Как мы уже говорили, существует множество факторов, которые влияют на свободные рыночные цены. Картельные сговоры и санкции не имеют ничего общего со свободной рыночной экономикой, и можно сказать, что сформированные таким образом цены также не являются рыночными.

Но ведь эти, назовём их нерыночными, факторы как раз и влияют на цены только потому, что цены рыночные! Потому что они свободны и ничем не ограничены. А как экономические субъекты ведут себя – будь то картель ОПЕК, ограничивающий добычу нефти, матушка-природа, регулирующая урожай, или коронавирус, которые обрушил потребление нефти – это уже нерыночные факторы. Но их наличие не делает цены менее рыночными. Также существуют и технологические факторы, давайте рассмотрим соответствующий пример.

Затраты на производство также влияют на цены и устанавливают их нижний уровень. Однако бывают случаи, когда прорывные технологии и существенное снижение затрат приводят к росту предложения. Изобретение технологий фрекинга и горизонтального бурения существенно снизило затраты на добычу нефти из сланцевых песков, там, где раньше это было нерентабельно. Это привело к тому, что ранее нерентабельную нефть стало возможным добывать. В результате этого на рынке появилось огромное количество американской сланцевой нефти, и США вышли в мировые лидеры по её добыче. Такое существенное увеличение предложения привело к снижению цен, которое было обусловлено в первую очередь увеличением предложения, а не снижением затрат на производство само по себе. Затраты ограничивают цену только снизу и не дают ей упасть ниже определённого уровня, после которого производство становится

попросту убыточным.

## *Нефть Brent*



*Иллюстрация 1. Цена фьючерса на нефть марки Brent (Brent Crude Oil Futures), \$/баррель*

Если смотреть на американскую нефть WTI, аналог Brent, то в апреле 2020 года фьючерсы на нефть ушли в отрицательную зону.

## *Нефть WTI*



*Иллюстрация 2 — Цена фьючерса на нефть марки WTI (West Texas Intermediate) \$/баррель*

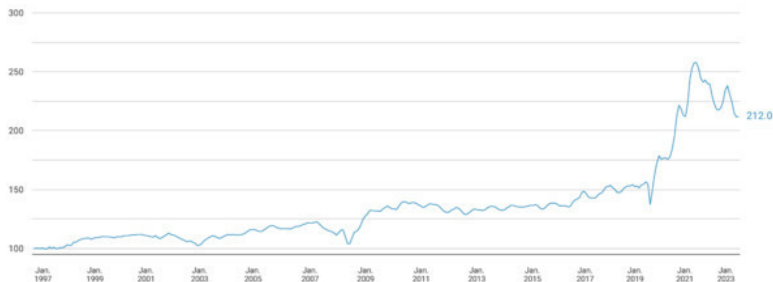
Эта совершенно не типичная ситуация была вызвана совершенно не типичной пандемией коронавируса. В результате локдаунов по всему миру потребление нефти существенно снизилось. Однако останавливать нефтяные скважины никто из нефтяников не хотел, поскольку в условиях падающего рынка нужно было продавать хоть что-то, чтобы поддерживать существование. В результате образовался избыток нефти, который нужно было где-то хранить. К апрелю 2020 года практически все свободные мощности хранения были забронированы и заполнены нефтью. Особенность фьючерсного контракта на нефть состоит в том, что покупатель фьючерса берёт на себя обязательство купить и принять нефть в оговоренный срок. Но к дате исполнения контракта

хранить её было негде. Многие покупатели фьючерсов оказались в ситуации, при которой не могли исполнить контракт и принять нефть. Исполнение обязательств происходит раз в месяц, и именно в этот день на бирже началось безумие, когда держатели фьючерсных контрактов старались любой ценой избавиться от них, продавая их даже по отрицательной цене, т. е. с обязательством заплатить тому, кто заберёт у них нефть. На момент закрытия торгов цена составила минус \$ 37. Не погружаясь в детали особенностей трейдинга, совсем грубо, эта сумма представляет собой стоимость хранения и транспортировки для исполнения фьючерсного контракта.

## **Автомобили**

В XXI веке автомобилям предрекают постепенное снижение производства из-за развития каршеринга, общественного транспорта, удалённого формата работы и растущей заботы об окружающей среде. Спрос на автомобили должен постепенно снижаться. Однако цены на автомобили в 2021—2022 годах только удвоились. Они выросли из-за дефицита автомобилей, который образовался из-за нехватки полупроводников и компонентов, а также нарушений в цепочках поставок в результате введённых антиковидных ограничений во всём мире. В данном случае на цену повлиял не спрос, а предложение.

## *Индекс цен подержанных автомобилей*



*Иллюстрация 3 — Индекс цен подержанных автомобилей в США (Manheim), 100 на 1 января 1995*

В России ситуация оказалась ещё более драматичной. Из-за введённых санкций возникли проблемы с импортом и логистикой. Дефицит удвоил и утроил цены на новые автомобили. Аналогичная судьба не обошла и отечественный автопром, когда новый «Москвич» за 3,5 млн рублей стал восприниматься как шутка. Здесь важно отметить момент, очень важный для понимания рыночных механизмов. Стоимость подержанных автомобилей выросла вслед за ценами на новые, несмотря на то, что годовые объёмы продаж новых составляют 1—2 млн единиц, что гораздо меньше, чем общий автопарк в стране, который составляет порядка 40—50 млн. Даже возникает чувство несправедливости, что такое огромное количество б/у автомобилей, которые когда-то

купили дешёво, сейчас дружно выросли в цене вслед за малым объёмом новых авто.

Но в экономике часто используется инкрементальный принцип, или, как ещё говорят, предельный, или маржинальный (в смысле предела или грани, а не в смысле маржи). Активное ценообразование происходит на торгующихся объёмах, можно сказать, на гребне волны – на предельных границах общего объёма товаров на рынке. Цена, подобно айсбергу, символизирует только его видимую часть. Именно сделки по инкрементальным автомобилям, т. е. проданным в моменте, определяют цену автомобилей, и не важно, сколько их всего в стране. Если даже такие высокие цены не мотивируют 40 млн владельцев автомобилей продавать их, значит, это и является справедливой ценой всех автомобилей в стране.

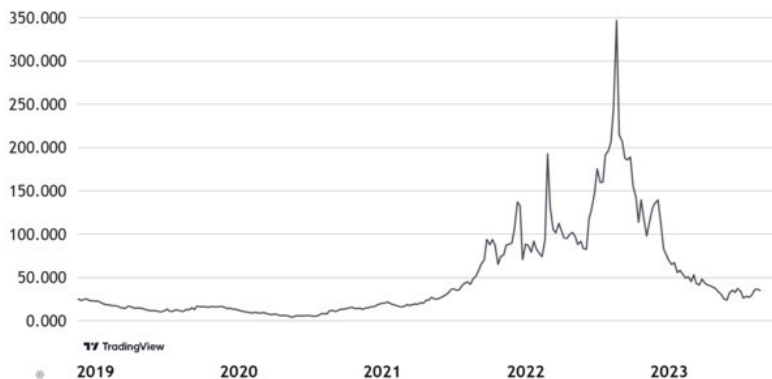
## Газ

Стоимость газа в 2021 и 2022 году увеличилась более чем в четыре раза. В большинстве случаев газ используется для выработки электроэнергии. Первоначально ожидалось постепенное снижение потребления газа и «зелёный переход» на альтернативные источники энергии. «Зелёная» повестка, замена грязных и опасных источников энергии привели к закрытию ряда атомных станций и частично закрытию угольных. Развитие альтернативных источников энергии и ожидание их полноценной работы повлияло на заполняемость газовых хранилищ, которые оказались заполнены не полно-

стью. Это создало идеальные условия для дисбаланса спроса и предложения на энергоносители.

В течение года потребление газа носит сезонный характер и непредсказуемо зависит от погоды. Необходимость обогрева зимой приводит к большему потреблению газа. Отсутствие ветра для ветроэнергетики и холодные зимы при низкой заполняемости хранилищ газа в итоге спровоцировали резкий рост стоимости газа в 2021 году. В 2022 году цены вышли на новые максимумы в результате дефицита предложения газа из России в связи с СВО.

### *Стоимость газа в Европе*



*Иллюстрация 4 — Цена фьючерса на натуральный газ в Европе (Dutch TTF Natural Gas), €/мегаватт-час*

## **Пшеница, никель, палладий, удобрения**

Что общего у пшеницы, никеля, палладия и удобрений? Что могло повлиять на их взрывной рост цен в 2022 году? Ответ – СВО. Цены на данные товары взлетели на ожиданиях проблем с поставками, поскольку Россия является крупнейшим их мировым экспортёром. Для того чтобы сбалансировать сжимающееся предложение и неизменный спрос, цены должны вырасти. Можно задать справедливый вопрос, что даже если цены вырастут, то палладий и удобрения от этого не народятся. Тут важно понимать, зачем цены должны вырасти. Если бы они остались неизменными, а пшеницы и удобрений в мире стало меньше, то покупатели играли бы в игру под названием «музыкальный стул», в которой, когда музыка останавливается, нужно успеть занять одно из свободных мест, которых меньше, чем участников. И кто-то останется без стула. Если цены не менять или зафиксировать, как это любили делать в плановой экономике, а «горячие головы» продолжают практиковать это и сейчас, то в какой-то момент пшеница или удобрения закончились бы и кто-то остался бы без них. И только когда теряешь, начинаешь ценить, что у тебя было, и понимаешь, что отдал бы всё, если вернуть всё назад. В данном случае музыка бы остановилась очень быстро, а покупатели, зная это, стали бы расталкивать друг друга, как это происходит на тех смешных видео с распродаж.

Производителям, да и покупателям на самом деле не нра-

вится быть клоунами на распродажах. Мало кому понравилось бы жить со стабильными ценами, но без самих товаров и услуг. Можно зафиксировать низкие цены на массаж для всего населения, но кто вам будет его делать? Заставите? Ведь регулировка спроса является только одной стороной механизма работы цен. Помимо этого, она влияет ещё и на предложение, что в данном случае привело бы к увеличению добычи палладия и удобрений. С одной стороны, этот механизм также понятен на бытовом уровне, но он немного сложнее, чем кажется, и мы вернёмся к нему ближе к концу книги, когда вооружимся необходимыми понятиями и аналитическим аппаратом.

## **Что ещё влияет на цены**

Балансирование спроса и предложения происходит под влиянием множества факторов. Все эти факторы можно разделить на фактор цены и неценовые факторы.

Неценовые факторы всегда очень специфичны и являются особенностями рынков тех или иных товаров и услуг. Например, если приём у парикмахера на сегодня расписан, то вы можете подождать со стрижкой и записаться на другой день. Производители любых товаров формируют запасы, поэтому несущественные изменения спроса могут удовлетворяться за счёт этих запасов. В таких случаях цене не нужно вмешиваться в регулирование баланса.

Если рынок не смог себя сбалансировать, то вмешивается цена. Чем быстрее рынок приходит в баланс за счёт естественных неценовых факторов, тем меньше требуется ценам меняться, чтобы его уравновесить. Чем труднее рынку адаптироваться самостоятельно и балансировать спрос, тем более сильное изменение цен последует за этим. Разные условия и факторы рынка приводят к разной скорости балансирования спроса и предложения. Эту способность рынков адаптироваться можно измерить волатильностью. **Волатильность** – это просто разница между максимальными и минимальными ценами и частота, с которой цены меняются. К примеру, цены на нефть и литий могут вырасти в разы за короткий промежуток времени, а цены на хлеб, чай, молоко остаются достаточно стабильными.

Теперь давайте разберём причины, почему спрос или предложение могут меняться. Мы уже разобрали часть из них на примерах конкретных товаров, а теперь перечислим общие причины, влияющие на любые рынки.

Аварии, природные катаклизмы, погода, неурожай оказывают прямое воздействие на предложение ряда товаров и услуг. Представьте деревенский рынок начала прошлого века, на котором продаются местные продукты питания. Если в регионе случится неурожай пшеницы, то стоимость хлеба вырастет. Неважно, какие цены были вчера или в прошлом году, если сегодня хлеба мало, то он вырастет в цене.

Товарные потоки, логистика и цепочки поставок влияют

на дефицит товаров. Ковидные ограничения привели к нарушению работы основных производственных и логистических цепочек. Нарушения в логистике повлекли за собой нехватку самих товаров и комплектующих. В результате возник дефицит, с которым рыночная экономика справляется за счёт повышения цен.

В свою очередь, рассинхронизация потоков приводит к всплескам спроса на сами перевозки в дефицитных направлениях. После того как ограничения начали снимать, отложенный спрос привёл к перегрузке транспортного сообщения. Возник дефицит практически всех видов транспорта – контейнеров, кораблей, вагонов и автомобилей. Стоимость транспортировки выросла в разы.

Не успели мы выдохнуть после коронавируса, как СВО принесла новые логистические сюрпризы и дефициты. Рынки любых товаров в России после начала СВО богаты на примеры того, как перекосы спроса и предложения двигают цены вверх. Возьмём, к примеру, цветы. Исторически розы стоили дороже хризантем. Однако после введения санкций хризантемы стали стоить дороже роз. Произошло это из-за того, что хризантемы везли из Голландии транзитом через Литву – страны, которая ввела санкции против России. Розы, в свою очередь, импортировали из Эквадора и Колумбии, поэтому их цена не поменялась. Дефицит хризантем и сложности с их транзитом привели к росту цен. При этом фактические расходы на транспортировку не поменялись, просто

сократилось количество возможностей перевозки и делать это стало гораздо сложнее. Сжатое предложение с неизменным спросом позволяет тем, кто всё-таки может организовать доставку, увеличивать цены и зарабатывать сверхмаржу.

Как правило, с логистическими перебоями помогают справиться запасы, но в этот раз они не позволяли это сделать. Популярные системы управления производством, такие как «бережливое производство» и «точно и в срок», привели к тому, что предприятия стали работать на минимальных запасах для экономии затрат. Но нарушения логистических цепочек были слишком серьёзными и продолжительными, поэтому запасов не хватило для бесперебойного производства. Это также усилило дефицит и рост цен.

Немаловажным фактором, влияющим на баланс, является тесная связь, кооперация и открытость международных экономик. Если экономика страны открыта для экспорта и импорта и отсутствуют заградительные пошлины, то товары смогут легко двигаться между странами и цены будут снижаться под воздействием предложения продуктов конкурентов из других стран. В свою очередь, регулирование международной торговли может серьёзно исказить цены. Когда экономика ограничена внутренним рынком, объём спроса и предложения на торгуемые и производимые товары и услуги по определению становится более узким и ограниченным.

На дефицит также влияет наличие заменителей. Летом, когда вокруг такое обилие овощей и фруктов, общий уро-

вень цен на них снижается. Автомобили на бензине можно переоборудовать с небольшими затратами и использовать газ, который стоит дешевле, поэтому цены на газ и бензин связаны. Вместо оливкового масла всегда можно применить подсолнечное или соевое. Взаимозаменяемые товары всегда гуляют рука об руку и не дают друг другу упасть или убежать вперед. Ну а если всё же падать и бежать, то только вместе.

Продавцы товаров и услуг могут целенаправленно управлять ценами на одни и те же товары и услуги для регулирования циклического спроса, а также для получения сверхмаржи. Самым ярким примером такого регулирования является стоимость электричества в зависимости от времени суток. Ночью в Москве, например, электричество стоит дешевле, и это мотивирует часть населения запускать стиральные, посудомоечные и сушильные машины в ночное время. С другой стороны, цены могут повышать и с целью получения сверхприбыли. К примеру, производители телефонов, сантехники, мебели устанавливают более высокие цены на идентичные товары, отличающиеся только цветом. Цвет, пользующийся большей популярностью, как правило, стоит дороже. Такое ценообразование называется дискриминационным.

## **Инфляция. Зарплатно-ценовая спираль**

Мы посвятили время разбору рыночных драйверов цен

на товарные активы для того, чтобы понять, что такое инфляция. Инфляцией называется рост цен в экономике. Рынок каждого товарного актива живёт своей жизнью и подвержен огромному количеству факторов. Цены на какие-то товары растут сильнее, чем на другие, но если взять все производимые товары и услуги и посчитать средний рост цен – это и будет показатель **инфляции**. В начале XX века, когда слово «инфляция» только начали использовать, оно всегда носило негативный характер и политики использовали его как синоним роста стоимости жизни.

Инфляция, по сути, является индикатором баланса спроса и предложения товарных активов, наших повседневных товаров и услуг. Если провести аналогию спроса и предложения с тектоническими плитами земной коры, то инфляцию можно сравнить с землетрясением в момент, когда плиты сталкиваются между собой. Чем сильнее столкновение, читай дисбаланс, тем сильнее землетрясение, читай инфляция.

Как мы видим, существует огромное количество факторов, из-за которых цены могут расти. Предугадать их все нереально, поэтому спрогнозировать инфляцию также невозможно. Неожиданная инфляция по всему миру в 2022 году – яркий тому пример.

Однако почему мы практически всегда наблюдаем рост цен, но при этом редко видим их снижение? Все перечисленные факторы спроса и предложения кажутся временны-

ми, и дефицит на рынке часто становится профицитом. Как только проходит дождь, а с ним и высокий спрос на такси – цены снижаются. По солнышку мы и сами дойдём, и для здоровья полезно. Есть надежда, что как только проблемы с логистикой, санкциями, дефицитом и прочим уйдут, то и цены вернуться на прежние уровни... Но... Этого не происходит. Как в песне, сколько бы ни прошло времени, цены всё будут продолжать расти, а политики – врать. Почему? Есть множество причин, почему цены системно растут, а не падают, но основная из них – связь инфляции и зарплат. Её ещё называют инфляционной спиралью, или **зарплатно-ценовой спиралью**.

Каким образом зарплата влияет на инфляцию? Если взглянуть на состав себестоимости всех товаров и всей экономики (ВВП), то зарплата составит в ней в среднем 40—60%, в зависимости от страны. К тому моменту, как логистические, технологические, производственные и прочие проблемы, влияющие на дисбаланс, решены, происходит множество необратимых изменений. В ответ на рост цен, который нужен для балансирования рынка, население начинает требовать увеличения зарплат. Рост зарплат приводит к росту затрат компаний, а вслед за этим закрепляются уже выросшие цены и начинают подтягиваться цены на остальные товары в экономике, поскольку у людей появляется больше денег, и спрос растёт. Одновременно с этим компании начинают прогнозировать рост затрат и планируют повышение

цен, чтобы переложить свои расходы на потребителей. Цены закрепляются, и их уже не вернуть назад. А как же гибкость рынка и его невидимая рука, которая всё урегулирует?

К тому моменту, как дисбалансы будут расшиты и цены перестанут расти, население перестанет требовать повышения зарплат, однако просить их снижения никто не будет. Более того, во многих странах законодательно или на уровне профсоюзов запрещено снижать зарплаты. Компании будут пытаться сделать это самостоятельно, разными способами, вплоть до принудительного снижения зарплаты до предыдущего уровня. Но это редко когда получается.

Как мы говорили, затраты не сильно влияют на цены. Но они являются фундаментом цен и закрепляют их предельный нижний уровень. Каждый раз, поднимая зарплаты, компании подливают бетон на этот фундамент цен, поднимая его уровень. Этот процесс очень медленный, но на срезе десятилетий он начинает чувствоваться, и вы видите, что цены только растут. Например, в США на законодательном уровне устанавливается минимальная почасовая зарплата, ниже которой компании не имеют права платить сотрудникам, иначе это нарушение закона. Зарплата бюджетных работников также индексируется каждый год с учётом инфляции. Эти государственные законы отчасти являются тем самым цементом, который также не даёт снижаться ценам.

Возникает эффект ниппеля, через который можно накачивать воздух в колесо, но обратно он уже не выходит. Или

эффект трещотки, когда поступательные движения могут идти только в одну сторону, но не в обратную. Цены, однажды поднявшись, с трудом снижаются в дальнейшем. Именно поэтому в мире очень редко можно наблюдать дефляцию – снижение цены. Это настолько редкое явление, что его даже толком не изучили. Я думаю, что российское население ни разу не наблюдало такого дикого зверя.

Помимо того, что зарплаты растут из-за инфляции и бетонируют её, они могут расти ещё и по другим причинам. Дело в том, что зарплаты – это та же самая цена, которая регулирует спрос и предложение. В данном случае речь идёт о цене вашего труда, а в качестве предложения выступаем мы с вами – наёмные работники. Бизнес и государство обеспечивают спрос. В разные периоды в определённых специальностях и секторах возникает недостаток специалистов. Например, во время активного строительного бума не хватает рабочих строительных специальностей. Во время развития новых рынков и продуктов в финансовом и технологическом секторе возникает дефицит IT-специалистов. При нехватке сотрудников зарплаты таких специалистов начинают расти для того, чтобы привлечь больше людей переквалифицироваться в данной области. Аналогичные процессы могут происходить и с действующими отраслями и работниками. В результате мы наблюдаем локальный рост зарплат. Однако при стабилизации спроса и предложения эти зарплаты уже не будут снижаться, что будет также дополнением в копилку ин-

фляции.

Экономисты часто смотрят на инфляцию немного с другого ракурса. Факторы спроса и предложения объединяются в один и называются инфляцией спроса. Во время пандемии коронавируса посетители продуктовых магазинов начали массово скупать лимоны – фактор спроса. В ответ на это специалисты придумали новый способ выращивать лимоны зимой, и их количество увеличилось – фактор предложения. Одновременно с этим выделяют инфляцию издержек – резко выросла стоимость удобрений и транспортировки лимонов. В таких случаях можно ожидать, что цены вырастут, но это не всегда происходит, поскольку влияние спроса и предложения может оказаться сильнее, и данные издержки возьмут на себя производители. Но, кроме зарплат, все остальные издержки также растут из-за спроса и предложения. Те же самые удобрения могут вырасти в цене из-за возникшего дефицита. Поэтому лучше исходить из того, что рост цен вызывается дисбалансом спроса и предложения, который далее закрепляется зарплатой.

Мы подошли к концу первой части. Ключевые выводы, вынесенные со страниц этой главы, заключаются в том, что цены растут из-за спроса и предложения, а не затрат. Драйверы рынка формируют уровень цен в экономике – инфляцию. Инфляция – это средний рост цен на все товарные активы. При этом рост цен, вызванный дисбалансом, постоянно подкрепляется зарплатно-ценовой спиралью, которая

не даёт ценам вернуться обратно. Затраты на производство определяют не цену, а лишь её нижний уровень. Рыночные драйверы настолько сложны и индивидуальны для каждого товара и услуги, что предсказать их невозможно. Попробуйте угадать, что будет с ценами на нефть? Также невозможно и предугадать инфляцию, поскольку она объединяет в себе все товары и услуги в экономике.

Но ведь цены регулируются не только спросом и предложением, но и стоимостью денег, поскольку мы измеряем цены в конкретной валюте – рубли, юани, доллары, евро. В следующей главе мы разберём, что такое деньги и каким образом они влияют на инфляцию. Инфляцию часто описывают как слишком много денег, преследующих слишком мало товаров. Всё дело в том, что у валюты тоже есть своя цена, которая меняется. А стоимость денег, в свою очередь, влияет на цены товарных активов.

Многие замечали, что инфляция в разных странах разная. Это отчасти объясняется тем, что в каждой стране используются свои деньги. Укрепление или обесценение валюты меняет все цены в экономике, подобно приливам или отливам, которые поднимают или опускают все лодки в заливе.

## Глава 2. Деньги

### Откуда берутся деньги?

При всей кажущейся простоте, деньги – невероятно сложный феномен. Если говорить откровенно, то любому человеку очень сложно понять, что такое деньги на самом деле, откуда они берутся и как формируются их цена. Прежде чем прийти к своему текущему виду, деньги прошли долгий путь. Хаотично, методом проб и ошибок, человечество пришло к изобретению денег. Затем очень медленно, вековыми шагами, корректировало их использование. Первобытными предками денег были шкурки, жемчужины, ракушки и камни, которые использовались в качестве средства обмена. Китай ещё до нашей эры заменил весь этот антиквариат первыми аналогами монет. Это было естественным и понятным решением, поскольку неудобно менять одни вещи на другие. Нужен был какой-то более универсальный и удобный обменный механизм.

В IX веке в том же Китае появляются первые бумажные деньги. Но они не прижились в то время и не смогли раскрыть весь свой потенциал, как и большинство технологий, которые появляются раньше своего времени. Носить с собой или перевозить золотые и серебряные монеты было до-

статочно опасно, поэтому люди придумали ноу-хау. Чтобы физически не перемещать монеты, их отдавали на хранение и взамен получали бумажные расписки, в которых было указано количество хранимых серебряных и золотых монет. Стоимость таких расписок, по сути, привязывалась к стоимости монет. История продолжила развивать металлические монеты и выпускаемые на их основе бумажные деньги. Система, при которой купюры привязывают к монетам, называется серебряным стандартом. Но данный стандарт не сильно развивался и не нашел широкого применения.

Во времена монгольского ига в качестве денег использовались серебряные монеты. Серебряные монеты, в свою очередь, быстро распространились по Европе и Великобритании. Здесь же произошла реинкарнация бумажных денег, но она началась не столько с золотых и серебряных монет, сколько с ювелиров. Многие состоятельные люди вместо того, чтобы держать драгоценности у себя в доме, отдавали их на хранение в обмен на расписки в получении. Данные расписки начали использовать в качестве денег как средство обмена. Ювелиры, видя, насколько популярными стали их расписки, начали выдавать займы в виде таких бумажных расписок. Эту идею позаимствовало государство и также начало выпускать бумажные расписки на серебряные монеты.

Благосостояние населения продолжало расти, человечество развивалось, и в XIX – XX веке место серебряных монет заняли золотые. Бумажные деньги начали привязывать

к золоту, началось время золотого стандарта. В XX веке золотой стандарт продолжил развиваться, и к этому моменту золотых или серебряных монет как таковых не осталось, их вытеснили бумажные деньги, привязанные к золотым слиткам. В период с 1941 по 1971 год в США действовал золотой стандарт, и любой мог обменять доллары на золото в Центральном банке США. Основной проблемой бумажных денег при серебряном или золотом стандарте было то, что государства и банки начинали печатать бумажных денег больше, чем у них было серебра или золота. Во время кризисов все пытались обменять свои бумажные деньги на драгоценный металл, которого на всех не хватало. Это приводило к банкротствам банков, недовольству населения, ещё большим кризисам и смене денег и стандартов. Аналогичная ситуация произошла с золотым стандартом США в XX веке.

Во время Великой депрессии в США, чтобы избежать паники и массового обмена бумажных денег на золото, в США в 1933 году был издан указ о конфискации золота у населения. В соответствии с этим указом, население и компании должны были продать все свои золотые слитки и монеты государству по фиксированной цене, а хранение драгоценного металла считалось уголовным преступлением. В 1944-м было заключено Бреттон-Вудское соглашение, в соответствии с которым курс доллара привязывался к золоту, поскольку у США его порядком накопилось к окончанию Второй Мировой войны, а валюты других стран привязывались к долла-

ру. США обязывались менять доллары на золото любому желающему. В 1965 году президент Франции Шарль де Голль решил бросить вызов мировому господству доллара и отправил в США корабль с долларами с требованием обмена их на золото. За ним потянулись остальные страны – Германия, Япония и другие, и золота на всех не хватило. В 1971 году США отказались обменивать бумажные банкноты на слитки, поскольку денег было напечатано больше.

По смыслу США объявили дефолт по долларам. Ведь что представлял собой доллар во время золотого стандарта? Это была бумажная расписка казначейства США с обязательством обменять её на золото. Не имея в наличии нужного количества золота и отказавшись менять его на бумажные деньги, США объявили дефолт по своим обязательствам. После этого в стране просто продолжили печатать доллары, которые уже не были ничем обеспечены, столько, сколько считали нужным.

Такую систему можно назвать воздушным, или пустым стандартом, поскольку доллар больше не был ни к чему привязан, но официально её называли **фиатной денежной** (от латинского fiat – декрет, указание). В данном случае государство может без каких-либо ограничений печатать денег столько, сколько захочет. Человечество перепробовало множество денежных систем, но самой эффективной оказалась действующая фиатная – система ничем не обеспеченных денег, основанных на вере. Она очень молода, ей нет даже од-

ного века, а её уже пытаются потеснить цифровые деньги.

Но как всё-таки появляются деньги, пусть даже основанные на вере – кто их печатает, сколько было напечатано в первый раз, как это технически происходило и как это происходит сейчас? Для этого погрузимся ещё раз в историю серебряных, золотых и фиатных стандартов.

Ювелиры, которые зарабатывали проценты на выдаче займов в виде расписок, были предшественниками современных банков. Со временем появились и первые банки, единственным предназначением которых являлся выпуск бумажных денег. В США ещё в XII – XIII веках бумажные деньги могли печатать любые коммерческие банки, используя в качестве обеспечения серебро. В обращении находилось огромное количество банкнот разного номинала, напечатанных разными коммерческими банками. Но государству нужно было где-то хранить свои деньги, собирать налоги, выплачивать зарплаты и нести расходы. Поэтому был создан Центральный Банк (далее ЦБ), который государство использовало в качестве обслуживающего. В США он был частным коммерческим и не принадлежал государству. Данная организация быстро сконцентрировала огромное количество власти.

В то время как коммерческие банки печатали деньги, которые использовались на ограниченных территориях штатов, деньги ЦБ имели хождение по всей стране. Государству нужно было придумать способ, как заставить население всей страны использовать деньги ЦБ и ничьи другие. Решение

было элегантным и эффективным – правительство обязало граждан платить налоги только деньгами, выпущенными ЦБ. Это делало его более популярным и предпочтительным для хранения своих сбережений и использования бумажных денег. Их легко было обменять по всей стране, и воспринимались они как более надёжные.

Ещё одной причиной, по которой создали ЦБ, была остановка кризисов. Банки отличались тем, что печатали бумажных расписок больше, чем у них было золота или серебра. С одной стороны, это было понятное и логичное желание, поскольку деньги меняли на золото не каждый день, и в хранилище всегда были остатки золота. Выпуская больше бумажных расписок, чем хранилось золота, можно было выдавать ими кредиты и зарабатывать проценты. Когда кредит возвращали этими же деньгами, никаких обязательств не оставалось, но при этом банк зарабатывал прибыль. Таким образом, деньги и прибыль делались из воздуха. Всё бы ничего, но мешали кризисы. Финансовые кризисы всегда сопровождались паникой населения и бизнеса: люди, опасаясь за свои сбережения, начинали массово забирать свои деньги или обменивать их на золото. А золота на всех не хватало. В таких случаях предполагалось, что ЦБ будет спасать коммерческие банки.

Забегая вперёд, можно сказать, что львиная доля финансовых кризисов и банкротств возникает из-за того, что люди не могут остановиться в наращивании долга. Государ-

ства, печатающие денег больше, чем у них золота, компании с огромными долгами, которые вынуждены идти на банкротство, или люди, берущие кредиты, которые не могут обслужить – всё это следствие отсутствия эффективных механизмов, ограничивающих размер долга. С одной стороны, долг может помогать развитию, но невозможность его контролировать приводит к кризисам и волнам в развитии экономики.

Государство быстро осознало, какие перспективы открывает возможность печатать деньги, и само начало этим пользоваться. Деньги печатались для финансирования военных и иных целей. В теории эти напечатанные деньги должны быть возвращены через поступление налогов. Получилась очень состоятельная и живучая бизнес-модель, которая позволяла государству расплатиться по долгам, собирая налоги. Эта модель прижилась и по сей день.

В XVII веке в Великобритании ЦБ был частной компанией и выпускал деньги для кредитования Короны. В США ЦБ печатал деньги для финансирования гражданской войны. Коммерческие банки не могли выдержать такую конкуренцию с ЦБ, и со временем он вытеснил их, заместив своими деньгами купюры других банков. Аппетиты государства росли, требовалось печатать ещё больше денег. ЦБ с такой властью больше не мог оставаться частным, и государство национализировало его. С тех пор и по сей день функции ЦБ фундаментально остались теми же – печатать деньги и финансировать государство.

## Как печатают деньги?

Теперь давайте разберём, как технически печатаются деньги и как определить нужное их количество. Поскольку государства не создаются и валюты не рождаются каждый день, то мы не можем на примере новой страны разобрать процесс рождения денег. Но мы можем наблюдать текущий статус-кво уже созданных, после того как они прошли через века и пережили не одно поколение.

Итак, государство использует ЦБ, чтобы печатать деньги для финансирования своих расходов. Когда ЦБ напечатал деньги, он отдаёт их государству, оно их тратит и возвращает, когда соберёт налоги. Таким образом, рождение денег происходит в ЦБ в процессе кредитования государства. В России, например, Банк России печатает рубли и зачисляет их на расчётный счёт Правительства в Казначействе, которое, в свою очередь, рассчитывается с бюджетниками и подрядчиками за строительство дорог, больниц, школ. Российские рубли расходуются по стране.

Помимо монополизации права печатать деньги, ЦБ также взял на себя функцию по спасению коммерческих банков, естественно, с помощью кредитования. Поэтому ЦБ может печатать деньги для финансирования не только Правительства, но и коммерческих банков. С банками происходит аналогичный процесс – ЦБ печатает новые деньги и отдаёт их

в долг коммерческим банкам, которые дальше передают их населению и компаниям.

Но сколько печатать денег, сколько их нужно? По аналогии с товарными активами, есть предложение денег, а есть спрос на них. Давайте последовательно сначала разберёмся с предложением, а потом со спросом.

Если совсем грубо, то деньги – это всего лишь удобный инструмент обмена, платежа, накопления и меры стоимости для эффективной работы экономики. У денег скучная работа. Денег должно быть столько, сколько нужно, чтобы экономика плавно работала, подобно маслу в двигателе, порошку в стиральной машине, воде в реках, электричеству в сетях, крови в человеческом теле. Будет много – плохо, мало – тоже плохо, нужно столько, сколько нужно. А сколько нужно? Количество денег в экономике определяется не только их абсолютным количеством, денежной массой, но и скоростью обращения. Скорость обращения можно охарактеризовать тем, сколько раз за год 1 рубль перешёл из рук в руки. Выполняя функцию обращения, деньги больше представляют собой, в сущности, поток и движение, нежели остатки и статику. Даже функция сбережения денег не делает их более статичными, поскольку мы редко храним наши сбережения в наличных, мы, как правило, инвестируем их во что-то.

Кредитование банками населения и бизнеса ускоряет процессы обращения денег. Сравните две ситуации. В первом случае человек хранит деньги под подушкой, копит необхо-

димую сумму и покупает автомобиль через три года. Деньги лежат «мёртвыми» и поступают в экономику только через три года в момент покупки автомобиля. За это время они поменяли руки один раз. В другом случае человек кладёт деньги на депозит в банк и также через три года покупает автомобиль. В данном случае банк использует эти деньги для выдачи кредита кому-то, и за этот промежуток времени ими воспользуется множество компаний для своей коммерческой деятельности. В таком случае, рубль поменяет руки десятки раз за три года. Для поддержания экономики во втором случае потребуется меньшее количество денег, поскольку скорость их обращения высока.

Оборачиваемость денег также ускоряет развитие финансовой инфраструктуры, технологий, новых финансовых продуктов, способствует повышению эффективности финансового сектора. Например, Uber и «Яндекс. Такси» за счёт создания удобной и быстрой платформы существенно повысил эффективность использования автомобилей, сократил ненужные простои и порожние пробеги, в результате может меньшим количеством машин развезти большее количество пассажиров. Люди начали всё больше использовать личные автомобили для подработки в такси, и авто уже не простаивают вечерами или в выходные на парковке, а развозят пассажиров. То же происходит и с деньгами – новые финансовые технологии и инфраструктура существенно ускоряют обмен денег. За счёт значительного упрощения процесса от-

крытия депозитов и инвестиций, развития мобильных приложений, распределения денег между счетами, которые можно сделать с помощью телефона, деньги двигаются гораздо быстрее. Ощущение этого движения создаёт эффект роста количества денег.

Поэтому:

$$\begin{aligned} \text{Предложение денег} &= \\ &= \text{Денежная масса} * \text{Оборачиваемость денег} = \\ &= \text{Денежный поток} \end{aligned}$$

В разные периоды оборачиваемость денег разная. Поэтому ЦБ регулирует объём денег в обращении с учётом скорости их оборачиваемости. Но сколько же нужно их печатать? Как определить спрос на деньги? К сожалению, не существует универсального способа посчитать реальный спрос на деньги. Это хаотичный процесс, и мы можем только опираться на историческую статистику и судить по косвенным признакам, чтобы определить потребность экономики в деньгах. Нет того щупа в двигателе, чтобы определить оптимальный уровень масла, или мерного колпачка для стиральной машины. Принято считать, что денежный поток должен быть равен размеру экономики, который измеряется показателем валового внутреннего продукта (ВВП). ВВП – объём всех произведённых товаров и оказанных услуг в эко-

номике страны за один год. Поскольку деньги нужны в качестве средства обмена, то предположение, что их необходимо столько, сколько было произведено и продано товаров и услуг, звучит вполне логично.

**Спрос на деньги = Размер экономики**

ВВП, или размер экономики, как правило, измеряется без учёта инфляции и используется для измерения прироста производства в натуральном выражении. Однако цены постоянно растут, и мы уже детально обсудили причины, по которым это происходит, поэтому при расчёте спроса на деньги нужно не забыть инфляцию. Растёт не только экономика в физическом выражении, но растут ещё и цены. Поэтому потребность экономики в деньгах можно выразить в следующем виде:

**Спрос на деньги = Размер экономики \* Инфляция**

По аналогии с законом спроса и предложения на товарные активы, спрос и предложение денег также должны балансировать:

**Размер экономики \* Инфляция =  
= Денежная масса \* Оборачиваемость денег**

Теперь включим немного математический анализ и попробуем проанализировать данное уравнение. Размер экономики достаточно стабилен и меняется, как правило, в пределах 5%. Он может достаточно точно прогнозироваться, и лишь в редких случаях экономика может сократиться более, чем на 5%. Поэтому размер экономики в данном уравнении не меняется.

С оборачиваемостью денег ситуация немного сложнее. Это достаточно эфемерный показатель, который практически невозможно проанализировать. Как правило, данный показатель рассчитывается на основе фактических значений за прошлые годы. Это просто расчётный показатель. В целом он стабилен и не особо меняется от периода к периоду. Поэтому его мы также можем обозначить константой.

$$\text{Константа} * \text{Инфляция} = \text{Денежная масса} * \text{Константа}$$

В итоге у нас остаётся два показателя, которые очень динамичны и управляемы: инфляция и денежная масса. Денежная масса контролируется ЦБ и зависит от того, сколько ЦБ напечатает денег. Инфляция является абсолютно рыночным процессом, она не прогнозируема, и никто не может непосредственно её контролировать. При этом нужно сразу отметить, что выпуск денег не увеличит экономику. Напечатанные деньги не дадут вам дополнительных автомобилей,

квартир и продовольствия.

## **Инфляция = Денежная масса, контролируемая ЦБ**

Из уравнения следует, что инфляция зависит от количества денег. Если ЦБ напечатает денег больше, чем нужно экономике, то возникнет инфляция. Излишне напечатанные деньги просто будут обесцениваться экономикой для уравнивания спроса и предложения на них. Подобно цене товарных активов, которая регулирует их дисбаланс, инфляция регулирует дисбаланс денег. Если денег в экономике становится больше, чем размер самой экономики, то начинается глубинное обесценение национальной валюты на самом фундаментальном уровне, чтобы количество денег снова сравнялось с размером экономики. Можно условно назвать такое обесценение денег денежной инфляцией. Для удобства понимания и дальнейшего анализа разделим общую инфляцию на два компонента: **товарную инфляцию**, которая возникает в результате работы цены по балансированию товарных активов и которую мы подробно разобрали в предыдущей главе, и **денежную инфляцию**, которая появляется для балансирования денежной массы.

Инфляцию иногда описывают как слишком большое количество денег, преследующих ограниченное число товаров. Ведь фиат ничем не обеспечен, и если их напечатать слишком много, экономика от этого не вырастет пропорциональ-

но, она просто обесценит лишнее и оставит себе столько, сколько нужно. Поэтому ЦБ может влиять на экономику и инфляцию через денежную массу. Где-то в идеальном мире ЦБ сказочной страны может филигранно печатать галлеоны и поддерживать такое их количество в экономике, которое не вызовет денежную инфляцию. Но это невозможно сделать. Это утопия. ЦБ всегда может промахнуться и напечатает слишком много, поскольку невозможно точно угадать размер экономики и скорость их обращения. Можно только по косвенным признакам понимать – хватает крови экономике или нужно больше.

Здесь может стать понятно, в чём заключается проблема с золотом и золотым стандартом. Когда ЦБ пытались привязать деньги к золоту, то они ограничивали себя и экономику с точки зрения объёма денег. Ведь количество золота в мире очень ограничено. Именно поэтому оно такое дорогое. Если привязывать деньги к золоту, то экономика просто задохнётся от недостатка денег, поскольку размер мировой экономики гораздо больше, чем запасы золота. На момент написания книги в мире, по разным оценкам, 10 трлн долларов золота и 40 трлн долларов купюр и монет разных валют. По мере роста экономики и истощения запасов золота эта проблема будет усугубляться ещё сильнее. Если в средние века его хватало для обслуживания примитивных товарно-денежных отношений, то сейчас нет. Развитие человечества и экономики в таких масштабах привело к тому, что не существует ничего

материального в мире в достаточном количестве, чтобы выполнять функцию обращения. Только фиатные деньги, основанные на вере, могут это делать. Это неизбежно. Но проблема в том, что фиата может быть слишком много, поэтому криптовалюты начали взбираться на трон, но об этом позже.

Например, Банк России пытается определить оптимальное количество рублей в экономике, скажем, 60 трлн рублей, которых должно быть достаточно для того, чтобы поддерживать её, но не вызвать инфляцию. Однако экономика и цены постоянно растут. За 10—20 лет экономика и цены удваиваются. Если не увеличивать количество денег, то всем будет сложно работать, поскольку их будет постоянно не хватать. Без должного количества масла двигатель будет хуже работать, это замедлит экономический рост. С другой стороны, если напечатать денег с запасом, то начнётся денежная инфляция, которая негативно повлияет на экономическое развитие, подобно излишнему порошку в стиральной машине, пена от которого будет лезть наружу.

ЦБ нет необходимости полностью самостоятельно определять размер денег в экономике, ему нужно только корректировать этот размер. У ЦБ есть очень эффективный инструмент саморегулирования количества фиата – это второй способ, как ЦБ печатает деньги – через кредитование банков. К примеру, вам нужна квартира, и вы берёте в банке ипотеку. Если совсем упрощать ситуацию, то в этот момент ЦБ печатает деньги на вашу ипотеку, выдаёт кредит коммерческо-

му банку, а банк выдаёт ипотечный кредит вам. Таким образом, деньги на вашу ипотеку напечатали. В данном случае ЦБ редко когда отказывает коммерческим банкам в кредитовании. Данный процесс является саморегулирующимся, или автоматическим, контролирующим количество денег в экономике. Он помогает печатать ровно столько денег, сколько нужно.

Но этот процесс кредитования банков нельзя упускать из-под контроля, им нужно постоянно управлять и корректировать его. ЦБ обладает множеством индикаторов и теорий оптимального количества денег в экономике, но учесть и спрогнозировать такое огромное количество факторов невозможно, как и невозможно точно рассчитать необходимое количество денег. Так же, как инфляцию невозможно точно спрогнозировать, так и остальные показатели могут быть только приблизительными. Это превращается в достаточно сложную задачу для ЦБ, где он не глядя, на щуп, должен лить масло в двигатель, не замедляя экономику и не разгоняя инфляцию. В итоге ЦБ может только постфактум смотреть на инфляцию и делать выводы о том, много ли денег было напечатано, выливается ли масло из двигателя или нет. Однозначного ответа на вопрос, сколько печатать денег, нет. Но если инфляция стала высокой и продолжает ускоряться, то денег напечатали много. Неизбежная необходимость использовать фиатные деньги из-за роста мировой экономики и неспособность человечества точно рассчитать их потреб-

ность приводит к кредитным циклам, инфляции и финансовым кризисам, о чём мы будем говорить позже.

Всё это красиво выглядит в теории, но как на практике работает денежная инфляция? Покупая в продуктовом магазине молоко или продавая кофе в кофейне, как мы на практике определяем ценность денег, придаём деньгам такую цену и обесцениваем их настолько, чтобы спрос и предложение денег сравнялось? Ведь мы не составляем каждый день уравнение спроса и предложения денег и не повышаем цены в зависимости от того, много или мало денег в стране. 99% населения даже ни разу не видело значение всех четырёх показателей. Где тот коллективный разум, который направляет население в правильную сторону? Попробуем ответить на этот вопрос, но не на примере фиатных денег, а на примере цифровой валюты – биткойна.

## **Биткойн**

Биткойн был создан в 2008 году в ответ на глобальный финансовый кризис и критический уровень недоверия к фиатным валютам. Любой человек в мире может купить его или продать. Чтобы это сделать, достаточно иметь компьютер или телефон, поскольку биткойн является цифровой валютой. Он ничего из себя не представляет в физическом мире. Это просто запись в аналоге таблицы Excel, содержащей сведения о количестве и владельцах цифровой валю-

ты. Эта таблица называется блокчейн, в ней собраны данные обо всех держателях этой загадочной валюты, объединённые в один файл, и любой может зайти и посмотреть покупки и продажи. И всё. Ничего больше. Если вы совершите продажу, то в таблице монеты спишут с вашего имени и добавят покупателю. В блокчейне ведутся только записи об остатках и движении, и больше ничего. При этом вы не можете прийти к Сатоши Накамото, создателю криптовалюты, и потребовать поменять биткойны на доллары, золото, рубли, нефть или что бы то ни было.

По каким-то невероятным, неведомым и не поддающимся никакому пониманию причинам люди начали покупать и продавать цифры в памяти компьютера за настоящие фиатные деньги. Оплачивать запись в таблице за десятки тысяч долларов, как будто бронируют очередь на ужин в лучшем ресторане мира! Вы только вдумайтесь, это ведь стоимость квартиры в небольшом городе. Всего в обращении находится 19 млн биткойнов. Умножив их на рыночную стоимость – 20 тысяч долларов – можно дать оценку всему объёму цифровой валюты, она составит порядка 400 млн долларов. 400 млн долларов, созданных на пустом месте записями в электронной таблице. Удивительно.

Первые сделки, которые придали ценность битку (такое название становится всё более популярным в народе) – обмен 5 тысяч биткойнов (то есть записей в таблице, в которой указано, что именно это количество монет переходит от од-

ного собственника другому) на 5 долларов США в 2009 году. Затем была покупка двух пицц за 10 тысяч биткойнов, что по текущему курсу составляет 200 млн долларов США. По каким-то непостижимым причинам люди подхватили эту идею и продолжили совершать сделки. Система ожила и сама заработала. Не было никакого Центрального банка или государства. Не было даже создателя – никто так и не знает, кто его придумал, и никто не видел Сатоши Накамото.

Так родились цифровые деньги. С развитием технологий стоимость биткойна меняется на бирже каждую минуту, 24 часа, 7 дней в неделю. На рынке сформировались спрос и предложение, исходя из количества людей, которые хотят продать или купить его. При этом нет никаких конспирологических заговоров, никакого тайного смысла, сложной финансовой механики, никаких космических технологий и любых других страшных непонятных слов в этой системе. Обычные люди заходят на биржу через приложение в телефоне и покупают монеты. И делают это только из-за веры в него, часто даже не понимая, что такое биткойн. А те, кто понимает, что это такое, верят в то, что он станет новой мировой валютой, и эта вера придаёт ему ценность. Биткойном пока пользуется сравнительно небольшая доля населения планеты, достаточно сложно сберечь с его помощью или использовать его в повседневных расчётах. Несмотря на это, про него слышал практически каждый человек, а вера эта оценивается в полтриллиона долларов.

Казалось бы, как люди могут верить в это и тратить на это свою заработную плату? Вы, наверное, очень сильно удивитесь, но наши с вами повседневные деньги – рубли, доллары, евро, юани, которые мы держим на руках, а в последнее время всё чаще видим только в мобильном приложении нашего банка – являются, по сути, теми же самыми биткойнами. Деньги не имеют под собой никакого обеспечения, никто не несёт обязательств по этим бумагам или записям, они и физически не имеют практически никакой ценности (кроме металлических монет, которые вы можете сдать на металлолом). Придя к государству, вы не можете ничего от него требовать в обмен на деньги.

Как и биткойн, который находит свою цену на бирже каждый день, фиатные деньги так же хаотично находят свою. Каким-то непостижимым образом постоянно идёт процесс обмена денег, в результате которого они нащупывают свою стоимость. В этом кроется вся магия фиатных и цифровых денег – они сами находят свою цену. Не нужно думать, что деньгами кто-то управляет, устанавливает их цену. Деньги не подчиняются физическим и математическим законам. Ничего этого нет. Есть только вера людей, их потребность жить и совершать покупки и гениальнейшее изобретение человечества – свободный рынок. Деньги сами находят свою ценность в процессе обмена из соотношения спроса и предложения. Ими управляет та же самая невидимая рука рынка. Поэтому никто из нас не смотрит статистику ЦБ, чтобы

проверить уравнение, сравнив количество денег в обращении и размер экономики, и решить, что рубли нужно обесценивать. Так же, как цены на товарные активы сами регулируют себя, чтобы уравновесить спрос и предложение, так и деньги находят свою цену.

Но биткойн уникален тем, что у него фиксированное предложение. Алгоритм создания биткойнов зашит в программном коде, который никто не может поменять. Создание биткойнов идет строго по графику. В 2022 году в обращении находилось 19 млн биткойнов, а максимальный выпуск составляет 21 млн биткойнов, который, по ожиданиям, будет достигнут только в следующем веке. Звучит странно, но все уже привыкли, а в чём состояла логика при создании – спросить не у кого.

Поэтому цена биткойна определяется исключительно спросом на него, поскольку предложение фиксированное! Он продаётся исключительно на чистой вере людей и их спросе. Сколько людей хотят купить биткойн – столько он и стоит.

Мы также говорили о влиянии затрат на цену. Так вот, в отличие от товарных активов, для создания биткойна не нужно практически никаких затрат, за исключением стоимости оборудования и электричества, но сейчас они малы по сравнению с его ценой, поэтому не определяют её. Таким образом, цена биткойна не зависит от затрат. Это лишнее напоминание того, что цены регулируются не затратами,

а спросом и предложением.

Первый биткойн придумал Сатоши, а дальше алгоритм создаёт новые биткойны. У фиатных денег есть одно принципиальное отличие – их предложение. Оно регулируется ЦБ, в отличие от биткойна, у которого оно строго фиксировано и не может превысить определённый объём. ЦБ может просто печатать деньги из воздуха, кредитуя коммерческие банки или правительство, а может, наоборот, уменьшать количество денег в обороте. Как только мы встраиваем ЦБ, который контролирует предложение денег, их цена становится, с одной стороны, более предсказуемой, чем у биткойна, но, с другой стороны, зависимой от ЦБ.

## **Независимость Центрального банка**

Сама конструкция и природа фиатных денег подразумевает возможность ЦБ напечатать их в любом количестве по своему желанию или если государство заставит его это сделать. Что произойдёт, если напечатать много денег? Даже на интуитивном уровне понятно, что если ЦБ напечатает много денег, то они начнут обесцениваться. Вторая мировая война изобиловала такими примерами. В военное время политика становится авторитарной, и все средства хороши для достижения победы (выживания). Неудивительно, что в такие времена государство заставляет монетарные власти (ЦБ) печатать больше денег для покрытия военных расходов или

устанавливать низкие ставки.

У многих на слуху пример инфляции в Германии в начале XX века, когда рейхстаг финансировал военные расходы за счёт печатания денег, что привело к инфляции в миллионы процентов. Даже США поступали аналогично в военное время. До 1951 года ЦБ США подчинялся государственному казначейству (Министерство финансов). Вашингтон давал распоряжение Центральному банку снизить ставки для привлечения финансирования под низкие ставки и печатать деньги с целью военных расходов. Напечатанные банкноты не превратятся в танки и самолёты. Они просто обесценятся и создадут инфляцию, которая и держалась тогда на уровне 20%.

Но история повторяется. Украина в 2022 году также начала печатать деньги путём покупки государственных облигаций у правительства Украины. Любая страна запускает печатный станок в случае затяжной войны. В итоге они обесцениваются, но дают временную возможность профинансировать кампанию. При этом обесценивается и текущий долг государства. Получается, что для любого правительства это очень выгодное мероприятие – получить деньги и обесценить долг. Однако последствия такого решения являются достаточно серьезными для финансовой системы и экономики страны. В результате обесценения денег их стоимость растёт, и все новые заимствования будут стоить дороже, а проценты по долгу вырастут в разы. Но это только половина бе-

ды, в будущем доверие к такому государству будет подорвано и мало кто будет выстраивать с ним финансовые отношения. Инвесторы постараются избежать такого сотрудничества и не иметь дел с государствами, которые своими решениями обесценивают валюту.

Чтобы избежать всех этих проблем, ЦБ необходимо быть полностью независимым от правительства. Понятно, что всё в рамках разумного, и он должен руководствоваться законами и выполнять свои задачи, т. е. Председатель ЦБ не должен иметь возможность выпускать деньги себе на покупку дома у моря. Государство обязано само зарабатывать деньги за счёт сбора налогов либо привлекать их на внутреннем или мировом рынке в виде займов, как любое коммерческое предприятие. ЦБ должен разработать и следовать своей независимой политике управления деньгами – монетарной политике – тогда стоимость денег становится более предсказуемой. Если же президент или правительство оказывает давление на ЦБ и заставляет его печатать деньги, или сам ЦБ нарушает свою политику, то стоимость денег начинает зависеть от решений конкретных людей и не поддаётся прогнозированию.

Государства могут начать печатать деньги не только в военное время, но и в мирное. В Бразилии инфляция возникла из-за того, что руководство страны запустило печатный станок. Началось это в 50—60-х годах, когда правительство решило отстроить столицу и превратить её в современный

мегаполис. Делали они это за счёт напечатанных денег, что в результате привело к существенному увеличению денежной массы в обращении. Инфляция по спирали начала раскручиваться, население и бизнес теряли доверие к валюте, и она постепенно скользила в пропасть.

Если же денежная или рыночная инфляция всё же разгоняется, что тогда? Давайте попробуем подумать, что можно сделать, чтобы остановить рост цен? Запретить повышать цены на законодательном уровне? Гениально! Теперь поставьте себя на место бизнеса. Будете ли вы продавать свои товары по фиксированной цене, если правительство продолжает печатать деньги и размывать их стоимость? Или если затраты на изготовление стали больше продажной зафиксированной цены? Выставите ли на продажу дефицитный товар, который быстро и недорого раскупят, чтобы перепродавать на «сером» рынке? Нет. В результате бизнес начинал переходить на бартер, переставал в принципе продавать и производить. Возникал дефицит, подобный дефициту коммунистических экономик. Цена – это уникальный регулятор, который позволяет максимально эффективно распределять товары, но если этот механизм застопорить, то экономика начнёт сжиматься. Такие запреты отменили.

Примеров контроля цен можно найти множество. Сейчас так поступают в основном развивающиеся страны, например, Белоруссия ввела запрет на рост цен в 2022 году. Или взять, к примеру, Аргентину, где инфляция по результатам

2022 года перешагнула порог в 100% и где действуют ограничения на рост цен по более 2000 наименований! Это было бы смешно, если бы не было так грустно. Ограничивать цены пытались даже США во время Второй мировой и Великой депрессии. В настоящее время ни Америка, ни любая другая развитая страна так не поступает, поскольку накопила знания об управлении инфляцией. Но сам факт, что такие методы использовали ещё полвека назад, говорит о том, что мы не так давно научились работать с инфляцией.

Как ещё можно её побороть? Логично, что если причиной является излишнее количество денег, то его нужно как-то уменьшить. А может быть, вместо того, чтобы государству перестать печатать деньги, просто забрать их у населения? Тогда их станет меньше, и инфляция остановится? Гениально! Так и сделали в Бразилии в 1990 году, где инфляция достигала 90%. Правительство заморозило больше половины денег на банковских счетах, чтобы люди не могли их использовать. Многие покончили с собой, в результате начались восстания, в стране воцарился хаос, президенту Колорди Мелу объявили импичмент, и правительство сменилось. С деньгами населения лучше не шутить. Основные причины распада государств и правительств носили экономический характер.

В итоге человечество пришло к классическим способам борьбы с инфляцией – сокращением денежной массы, охлаждением экономики и уменьшением государственных рас-

ходов. Наряду с этим используется также увеличение процентной ставки, но об этом в следующей главе.

Теперь, когда мы осветили все аспекты процесса создания денег, можно ответить на самый главный конспирологический вопрос, который мучает многих – может ли государство печатать деньги из воздуха. Формально ЦБ действительно печатает деньги, но он не дарит их государству просто так. Банкноты, которые вы держите в руках, были напечатаны ЦБ, он выдал их в долг правительству или банкам. Да, можно утверждать, что в военное время правительство может занять огромное количество денег, и ЦБ их напечатает. Но при этом вырастет и долг правительства, который государство должно будет отдавать. В современном мире доступности информации это сразу станет очевидным, и деньги начнут обесцениваться. Поэтому нет никакого сеньоража или, как его ещё называют, прибыли от печатания денег. Ничто не проходит бесследно. Необходимо избавиться от обывательских взглядов и конспирологических теорий и взглянуть на вещи трезвым умом.

Один из основных выводов, которые нужно вынести из второй главы, заключается в следующем: помимо спроса и предложения товарных активов и товарной инфляции, на цену влияет ещё и обесценение самих денег. Стоимость денег также определяется спросом и их предложением, но, в отличие от биткойна, предложение фиатных денег регулируется ЦБ, который может печатать их в любых количествах.

По этой причине ЦБ является независимым от правительства и президента во многих странах. Но точно определить размер денежной массы, которая не будет вызывать инфляцию, невозможно, он определяется только опытным путём. Если денег будет слишком много, то они, как и биткойн, начнут в хаотичном порядке находить свою стоимость, и невидимая рука рынка будет их обесценивать, приводя в баланс спрос и предложение. Такую инфляцию можно назвать денежной. На практике, если ЦБ не делает резких движений и плавно наполняет экономику деньгами, то денежная инфляция не так существенна.

Таким образом, помимо того, что невозможно спрогнозировать рыночные драйверы товарных активов и товарную инфляцию, также невозможно предугадать, сколько денег напечатает ЦБ и какая установится на них цена, т. е. денежная инфляция. Инфляция – невероятно сложный феномен, и никто и никогда не сможет точно её спрогнозировать. Даже самые главные эксперты международных финансовых организаций не решат эту задачу. Как правило, прогноз по инфляции делается путём опроса десятка известных экономистов и дальнейшего усреднения полученных значений.

Но на инфляцию влияет ещё ставка.

# Глава 3. Ставка

## Сбережения

Обесценение денег и рост цен существовали с давних времён. Люди, ощущая инфляционные процессы, понимали, что завтра смогут купить меньше. Если доходов хватает только на текущие расходы, то тут ничего не поделаешь – приходится мириться с ростом цен. Однако, кроме потребления, возведённого современным обществом в культ, определённая доля населения всё же сберегает деньги. На сэкономленные средства мы покупаем автомобили, квартиры, земельные участки, получаем образование либо просто откладываем на чёрный день, размещая деньги на депозитах.

Давайте ответим на простой вопрос, а зачем мы, в принципе, сберегаем? Ведь можно тратить все доходы, жить на съёмной квартире и ездить на общественном транспорте. Но у обычного человека на протяжении всей жизни регулярно возникает одна и та же задача – равномерное распределение доходов и расходов. Ему приходится либо откладывать для финансирования будущих покупок, либо покупать сразу и занимать, расплачиваясь потом за счёт будущих доходов. Если посмотреть на жизненный цикл человека, то во время рождения, так же как и в старости, у нас нет возможности

получать стабильные доходы. Поэтому в детстве мы живём на деньги, полученные от родителей, а в старости используем деньги наших детей или свои накопления, которые зарабатываем в течение жизни. У человека объективно возникает потребность откладывать на пенсию, на воспитание и образование детей.

В процессе жизни также возникает ещё одно несоответствие доходов и расходов по причине запредельно высокой стоимости определённой категории товаров. Например, нам нужны квартира или дом, которыми мы пользуемся всю жизнь и которые стоят гораздо больше, чем наши годовые доходы. Для покупки недвижимости мы продолжительное время сберегаем или используем ипотечные кредиты. Аналогичным образом мы покупаем автомобиль. Если родители не оплатили нам образование, то нам приходится брать кредиты на обучение, которые потом также надо возвращать.

И третья категория несоответствий, совсем бытового характера – финансирование покупки бытовой техники, отпусков или просто текущие потребности от зарплаты до зарплаты.

Для решения этих задач у человека на протяжении всей жизни возникает необходимость в сбережениях и кредитовании. Это объективная реальность и особенность устройства человека и нашего общества. Люди рождаются и умирают; доходы не совпадают с расходами. Плюс к этому нужно добавить ещё 1% населения, счастливицков, которые, в силу

своих талантов или удачи, смогли заработать состояние – им нужно где-то хранить свои капиталы. Сбережения необходимы естественным образом на «чёрный день». Исходя из этого, объективно возникла целая сфера нашей жизни, которая посвящена инвестированию и кредитованию – финансы.

Но такой уклад жизни, при котором мы живём сейчас и имеем возможность сберегать, возник совсем недавно. До XIX века у львиной доли населения практически не было возможности накапливать, а продолжительность жизни была гораздо ниже. Только лишь в последние 50 лет человечество в полной мере почувствовало потребность в сбережениях и начало массово пользоваться кредитованием и применять инвестирование. Первые деньги были изобретены ещё до нашей эры, а полноценные кредитование и инвестирование, по историческим меркам, зародились только вчера. Именно поэтому у людей до сих пор нет чёткого понимания, как это работает.

А в чём сберегать? Можно просто держать наличные денежные средства, но предыдущие две главы были посвящены инфляции, которая их обесценивает. При этом в другие периоды жизни у нас, наоборот, не хватает денег, нам нужны кредиты. Эффективнее будет связать людей, которые сберегают деньги, с теми, кому они остро нужны. Естественным образом люди начали кредитовать друг друга. Кредит – от латинского слова, означающего «доверие». Неспроста этот процесс распределения денег назван кредитом, по-

сколькx ключевыми в этом процессе являются риски, связанные с невозвратом, поэтому люди, которые дают займы, так или иначе должны доверять заёмщику.

Под какую ставку одолжить деньги знакомым? Можно бесплатно, по-дружески, что часто люди и делают. Но если денег у вас появляется гораздо больше, чем знакомых, и вы заметили, что они обесценились, пока вы ждали их возврата, то вы уже не будете их давать просто так. Обычная логика говорит о том, что бессмысленно давать в долг под процент ниже инфляции, если вы хотите сберечь капитал. Вы больше потеряете от инфляции, чем получите процентов. Зачем тогда давать займы? Более того, всегда есть риск, что деньги вам не вернут в принципе. Если речь идёт о небольших суммах, то вместо всей этой головной боли можно просто купить впрок товаров, которые растут в цене. Поэтому ставка процента, логичным образом, всегда определяется инфляцией, и было бы безрассудно устанавливать её ниже.

Но есть ещё другая версия, которая описывает несколько иную логику определения величины ставки процента. Существуют исследования, написано много научных трудов о так называемой межвременной ставке заменяемости. Звучит страшно, но смысл очень прост – когда вы сберегаете деньги, то отказываетесь от текущего потребления, поэтому требуете компенсации за эти усилия. То есть, предоставляя деньги займы, вы требуете компенсацию в виде ставки не за обесценение денег от инфляции, а за ваши усилия

по сдерживанию себя от потребления.

Я не являюсь полностью сторонником этой теории, поскольку не так много людей отказывает себе в текущем потреблении для того, чтобы заработать небольшой процент. Только если пенсионеры, чтобы накопить денег детям и внукам. Но в большинстве случаев люди практически никогда не экономят на себе ради сбережений как таковых. Да, присутствует разумная экономия, но до аскетизма редко доходит. Если подумать о «жадных» людях, то они отказывают себе в потреблении не для того, чтобы накопить, а потому, что психология у них такая, мировоззрение и воспитание. Даже если бы ставки были нулевые или отрицательные, они бы всё равно сэкономили.

Большинство населения в принципе старается не отказывать себе ни в чём, если есть возможность. Многие даже берут кредиты для текущего потребления. Сложно представить себе человека, который вместо того, чтобы купить хлеб, сберегает деньги, или вместо покупки нового телефона, автомобиля, квартиры намеренно откладывает эти деньги на депозит. Иногда люди стремятся накопить на дорогую покупку, но они не откладывают потребление целенаправленно, их экономия объясняется тем, что в текущий момент нет возможности что-либо купить. Люди сберегают ради получения ставки процента тогда, когда большинство их потребностей удовлетворено и остаются свободные деньги, которые они либо тратят на товары и услуги не первой и даже не второй

необходимости, если не думают о будущем, либо откладывают, если думают. Также больше начинают сберегать, когда ставка процента выше ожидаемой инфляции, и, наоборот, больше тратят, когда ставка слишком низкая.

В научных трудах эту межвременную ставку заменяемости посчитать практически невозможно. Если бы это было возможно, то ставка процента включала бы инфляцию и компенсацию за сдерживание себя от покупок. Сложно понимать теорию, если она не подтверждается на практике и её нельзя посчитать. Но всё-таки кто и как устанавливает ставку?

## **Ставка и инфляция**

Исторически ставка процента хаотичным образом определялась рынком. Ростовщичество существует тысячи лет, так же как государства и компании, которые занимали деньги. Покупка товаров за наличный расчёт на месте и с использованием кредита – две совершенно разные вещи. Покупка в кредит происходит по взаимному согласию сторон. Стороны определяют, под какой процент выдаётся кредит, но ставка устанавливается не ниже инфляции.

По идее, ставка также определялась бы на основе спроса и предложения денег с нижней границей по ставке не ниже инфляции. Однако в современной экономике появляется важный системный игрок, историю зарождения которого

мы уже прошли – Центральный банк. ЦБ берёт на себя роль ведущей скрипки в определении ставки процента по кредиту. В какой-то момент истории он, в дополнение к монополии на выпуск денег, ещё и монополизировал право определять ставку процента. Она больше не устанавливается свободно в ходе рыночных отношений, по аналогии с ценами. В современном мире нет ни одной развитой страны с рыночной экономикой, в которой ставки определялись бы рынком, а не ЦБ. Поэтому мы не можем утверждать, кто эффективнее управляет ставкой – ЦБ или рынок. Центробанки мира на законодательном уровне закрепили за собой право определять минимальную ставку процента. Установление минимальной ставки, пожалуй, – это единственная вещь, которая не является рыночной в современной рыночной экономике. Почему? Основных ответа два – войны и зарплатно-ценовая спираль.

Исторически ЦБ подчинялся правительству и, помимо печатания денег для финансирования войн, также контролировал ставку. Государству потребовалось контролировать ставку, опять же, для финансирования войн. ЦБ снижал её принудительно, когда правительству требовалось привлечь деньги под низкий процент. Поэтому государство наделило ЦБ монополией на ставку.

Со временем люди поняли, что низкая ставка очень сильно влияет на инфляцию. Когда ЦБ начинал снижать ставку во время войн или для финансирования других целей, день-

ги обесценивались. В дальнейшем выяснилось, что обратная ситуация также работает – при повышении ставки инфляция снижалась. Было выявлено управляющее воздействие ставки на инфляцию, которую ЦБ может как сдерживать, так и разгонять.

Мы часто наблюдаем, что ставки во время инфляции становятся выше, и наоборот, когда инфляция низкая, то ставки также падают. Может сложиться впечатление, что чем выше ставки, тем выше инфляция. Часто можно слышать утверждение, что при высокой инфляции нужно снижать ставки, чтобы её победить. Но на самом деле всё диаметрально противоположно. Было несколько исследований общественного мнения, в которых у населения спрашивали, какая связь между ставками и инфляцией. Только 20% смогли ответить на этот вопрос. Достаточно продолжительное время я не входил в число счастливицков, которые знали ответ. Меня всегда мучил вопрос – зачем ЦБ повышает ставки во время инфляции, ведь это увеличивает издержки и должно привести к ещё большему росту цен? Давайте всё же разберём, какая связь между инфляцией и ставкой.

Мы говорили о том, что затраты не сильно влияют на цены, а только ограничивают их нижний порог. У меня раньше в голове срабатывала нейронная связь, которая говорила о том, что чем выше затраты, тем выше должна быть цена. Проценты по кредитам включаются в затраты. Поэтому чем выше ставка, тем выше затраты и тем выше цена. Од-

нако в структуре затрат любого товара проценты по кредитам составляют очень маленькую долю: 5—10% от всех затрат. Более того, при изменении ставок в экономике расходы по процентам меняются только по вновь взятым кредитам или по мере рефинансирования старых. Поэтому затраты на проценты не особо влияют на цены.

На это могут возразить многие, приводя множество примеров, когда чрезмерные долги ведут к банкротствам компаний. Это якобы приводит к тому, что компании вынуждены поднимать цены, чтобы не обанкротиться, и во всем виноваты «проклятые капиталисты и банки» со своими «драконовскими процентами». Долой Уолл-стрит. Такие рассуждения некорректны и ущербны. Такая логика часто используется в качестве манипулятивной политиками и бизнесом, которые хотят набрать себе политический вес, обвиняя банки и кредиты во всех бедах. Такой логики также придерживаются люди, пытающиеся оправдать свои неудачи в бизнесе.

Правда заключается в том, что эти компании набрали слишком много кредитов, а ставка процента лишь ускорила банкротство. Компании наращивают долги и заканчивают банкротством из-за миллионов различных причин, связанных с бизнесом: неправильным бизнес-планом, слабым управлением, конкуренцией, ошибками, несчастными случаями, катастрофами и многими другими факторами. Но, несмотря на разные причины, все банкротства выглядят одинаково – компания не смогла расплатиться по долгам. Требо-

вание о банкротстве подают кредиторы компании, поскольку она не смогла вернуть заёмные деньги. Невероятно, но факт. Если взять все компании, которые существовали за последние 100—200 лет, то 99,9% из них обанкротилось. Собственники в очень редких случаях объявляют о банкротстве – они стараются выжить до последнего. При любой ставке процента компании будут банкротиться. Поэтому высокая процентная ставка особо не влияет на себестоимость и цены. Рентабельность бизнеса в несколько раз превышает расходы на проценты, и вся экономика работает именно таким образом.

Но каким же образом тогда ставка влияет на цены и инфляцию? Цена определяется в большей степени не структурой затрат, а балансом спроса и предложения. Ставка существенно влияет на спрос, корректируя его, и на цены. С одной стороны, она влияет на спрос через кредитование. Несмотря на свою кажущуюся простоту, кредит позволяет покупателю временно обойти стороной денежный аспект и без использования денег совершить покупку. Это создаёт спрос на товары, которых бы не было без кредита. Снижение ставки по кредитам может очень сильно разогреть спрос на недвижимость, автомобили, бытовую технику и прочие потребительские товары. В свою очередь, рост ставок сможет его так же существенно охладить.

С другой стороны, ставка также влияет на мотивацию населения сберегать – чем выше ставки, тем больше желание

откладывать, чтобы заработать. Повышая ставку, ЦБ стимулирует население больше накапливать и меньше тратить. Ведь если сравнить депозит, который даст 15—20%, с покупкой выросших в цене товаров, то многие предпочтут разместить деньги на депозите. И, наоборот, чем ниже ставка, тем меньше у людей желания откладывать. Кому интересны депозиты под 1—2%?

Кредиты и депозиты приводят к изменению спроса населения по всем направлениям. Изменение ставки, подобно приливам и отливам, поднимает и опускает все лодки в бухте. Дополнительный спрос, стимулируемый ставкой, может нарушить хрупкий баланс дефицита и профицита и привести к существенному дисбалансу. Эти «качели» очень сильно влияют на цены, и мы уже разбирали на примерах, что изменение спроса на 10% и, как следствие, превышение спроса над предложением может поднять цены на 50—100%.

Если для борьбы с инфляцией так важно, чтобы люди меньше тратили и больше сберегали, почему просто не заставить людей на законодательном уровне это делать? Например, во время инфляции удерживать из зарплаты определённую долю и размещать её на принудительном депозите, на пенсионном счёте, досрочно погашать кредиты? А во время низкой инфляции, наоборот, возвращать ранее удержанные деньги, чтобы население больше тратило. Хорошая идея, но. Мы же с вами люди, которые любят свободу и демократию, вряд ли это кому-то из нас понравится. По-

этому не придумали ничего лучше, кроме как регулирование ставок.

Ставка в основном влияет на товарную инфляцию через изменение спроса и предложения, но, помимо этого, она оказывает влияние и на денежную инфляцию за счёт изменения количества денег в экономике. Вспомним ещё раз, что ЦБ печатает деньги, в том числе за счёт кредитования банков. Как только ставка снижается, кредитование начинает расти и банки начинают больше занимать у ЦБ. При росте ставки происходит обратный процесс.

Перед тем как понять, по каким принципам ЦБ управляет ставкой, чтобы контролировать инфляцию, давайте разберёмся, зачем ЦБ в принципе важно контролировать инфляцию и почему нельзя отпустить этот процесс и позволить невидимой руке сделать свою работу? Ведь цена и инфляция – естественный рыночный механизм, чем же он нехорош? Почему инфляция – это плохо?

Ответ достаточно очевиден – инфляция приводит к тому, что средний и низший классы населения беднеют, что приводит к беспорядкам и революциям. Становится невозможно планировать долгосрочные инвестиции, пропадает стимул к сбережениям, теряется доверие к деньгам. Пенсионеры, получая фиксированные пенсии, больше не могут позволить покупать столько же, поскольку деньги обесценились. Зарплаты, хоть и пересматриваются, но не так быстро, как хотелось бы, и не успевают за инфляцией. Происходит посте-

пенное снижение потребления, что приводит к сжатию спроса.

Маховик инфляции приводит к обесцениванию действующих сбережений. Наличные деньги, депозиты, вложения в ценные бумаги, пенсионные сбережения начинают терять свою ценность (почему это происходит при инфляции – мы будем подробно обсуждать ниже, этому посвящена вторая половина книги). Как только люди понимают, что их сбережения обесцениваются, и они уже не такие богатые, как раньше – они начинают экономить и сокращать потребление. В первую очередь, исключаются все дорогие вещи, не являющиеся жизненно важными – брендовая одежда, часы, дорогой отдых. Во-вторых, возникает психологический эффект потери – люди начинают больше откладывать, чтобы вернуться на тот же самый уровень сбережений, на котором они были. Это также снижает спрос и замедляет экономику.

Аналогичным образом поступают компании. В результате обесценивания их сбережений и замедления экономики они начинают оптимизировать затраты, сокращать персонал, исключать дорогие полеты в бизнес-классах, арендуют более дешёвые офисы, откладывают ремонты и инвестиции.

Опасность инфляции заключается в том, что, если её не остановить, она будет продолжать себя поддерживать. Когда у населения и бизнеса укрепляются ожидания, что цены будут продолжать расти, это приводит к соответствующему поведению. Граждане будут постоянно требовать повы-

шения зарплат, а бизнес – перекладывать затраты на них же и увеличивать цены. Зарплатно-ценовая спираль закрутится все туже. Инфляцию ещё называют самореализующимся пророчеством, при котором ожидание инфляции будет приводить к самой инфляции.

Инфляция, как пламя, – если вспыхнет, то его сложно будет остановить. Поэтому экономику и цены нужно держать под контролем, чтобы не загорелось. А если пламя вспыхнуло, то быстро его потушить. Если не контролировать рост цен, то спираль выйдет из-под контроля и превратится в экономического монстра. Опасность завышенной инфляции ещё серьёзнее, поскольку это приводит к рецессии, кризису или гиперинфляции и полному разрушению валюты. В таком случае необходимо поднимать ставку и тормозить экономику. Поэтому решили, что лучше ЦБ взять на себя контроль ставки и инфляции, а не отдать эту функцию рынку. ЦБ контролирует процентную ставку и инфляцию из-за опасности раскручивающейся зарплатно-ценовой спирали. Это была вторая причина, почему ЦБ продолжил контролировать ставку и до наших дней, но уже в качестве независимого органа исполнительной власти. Но почему ЦБ важно быть независимым не только по вопросам объёма денежной массы, но и по ставке?

# Монетарная политика

Хорошо, когда инфляция низкая. Снижать ставку нравится всем, и редко кто будет выступать против. Но что делать, если при разгоняющейся инфляции в военное время правительство потребует ещё снизить ставку для финансирования военных расходов? Вопрос философский. Но это точно только усугубит инфляцию. ЦБ должен действовать независимо, руководствуясь исключительно финансовой стороной вопроса, и никто не должен оказывать политического давления. Но ЦБ многих стран мира долгое время оставались зависимыми от правительства в установлении ставки, так же как и в печатании денег.

Например, Федеральная резервная система (ФРС) США, которая является Центральным банком США, получила независимость при интересных обстоятельствах. После Второй мировой войны во многих странах повсеместно была высокая инфляция. Для борьбы с ней необходимо было поднимать ставку, но для любого президента или правительства принятие решения о повышении ставки – политическое преступление. Высокая процентная ставка воспринимается населением крайне негативно. Поскольку президент и правительство контролировали ЦБ, то любые решения по ставке ассоциировались с ними. Предложение поднять процентную ставку было политическим суицидом, и ни один поли-

тик не пошёл бы на такое. Даже в современном мире президент Турции Реджеп Тайип Эрдоган не хочет повышать ставку, пытаясь представить это как заботу о населении, несмотря на инфляцию, вплотную приближающуюся к 100%.

Политики выступали яркими противниками повышения ставки, что приводило к усилению инфляции и замедлению экономического развития. Однако нерешительность такого рода несла более разрушительные последствия для экономики, нежели последствия от подъёма ставки. В итоге все пришли к единому мнению, что ставку всё-таки нужно повышать. Но необходимо было найти политическую конструкцию, которая позволила бы это сделать без вреда для политического рейтинга действующего правительства и президента.

Решение было в стиле политиков – сделать кого-то другого ответственным за непопулярные решения. В частности, «козлом отпущения» стал ЦБ, который должен был стать для этого независимым от правительства и президента и самостоятельно принимать решения по ставке. В 1951 году, после убийства Джона Кеннеди, новый президент США предоставил независимость ЦБ США и позволил ему принимать политически непопулярные меры самостоятельно. Было подписано соглашение, в котором указали, что ФРС будет стараться обеспечить финансирование государства и при этом одновременно минимизировать монетизацию государственного долга. Если перевести на понятный русский язык, то

монетизация долга по сути означала, что ЦБ не будет печатать новые деньги при финансировании государства и не будет снижать ставку по указке президента, а государству придётся самостоятельно искать средства и занимать либо у населения, либо у других стран. Таким образом, ЦБ больше не зависел от правительства и президента при принятии решений об изменении ставки и печатании денег.

В дальнейшем было множество эпизодов, когда на ФРС оказывали политическое давление, но она уже не должна была просто так финансировать государство и снижать ставку по первому требованию. Государству пришлось зарабатывать деньги за счёт налогов и привлекать их в долг у населения и бизнеса на рыночных условиях. Функции ЦБ любой современной страны мира органично трансформировались, и сейчас основной задачей ЦБ является защита денежной единицы и обеспечение её стабильности. Например, Банк России (ЦБ России) защищает рубль от инфляции. Стабильные цены являются необходимым условием трансформации и развития экономики. Стабильная валюта с понятными ставками помогает бизнесу и населению планировать свою деятельность, защищает доходы и сбережения от обесценивания. Это, в свою очередь, снижает социальное неравенство и предупреждает волнения.

ЦБ контролирует инфляцию при помощи двух инструментов – ставки, которая меняет баланс спроса и предложения на товары и товарную инфляцию, и денежной массы, ко-

торая может вызвать денежную инфляцию. Данная функция ЦБ называется денежно-кредитной политикой (ДКП). Мы будем называть её монетарной политикой, как это принято во всём мире. Основная её цель – борьба с инфляцией. Правило управления инфляцией очень простое. Как только появляются признаки и опасения, что она пойдёт вверх, то ЦБ повышает ставку и сокращает денежную массу, чтобы охладить спрос и снизить цены. И наоборот, как только инфляция идёт вниз, ЦБ опускает ставку и расширяет денежную массу, чтобы простимулировать спрос. ЦБ, управляя ставками, может существенно менять желание людей тратить. В среднем требуется 1—2 года, чтобы с помощью ставок привести инфляцию к целевому уровню. Горизонт планирования Банка России составляет 3 года.

В зависимости от того, какую монетарную политику выбирает ЦБ, различают голубиную и ястребиную. **Голубиная** – мягкая денежная политика, при которой ЦБ снижает ставки и наполняет деньгами экономику, чтобы оживить её. Снижение ставки увеличивает спрос с помощью более дешёвых кредитов, мотивирует население делать выбор между накоплениями и затратами в пользу потребления. **Ястребиная** – ужесточённый вариант, при котором ЦБ поднимает ставки и изымает деньги из экономики, чтобы охладить её. Рост ставки снижает спрос на товары, разбивает порочный круг зарплатно-ценовой спирали и стерилизует излишнюю денежную массу у населения в высокодоходные депозиты.

Такие меры носят контрциклический характер, предотвращая существенные падения или охлаждая перегревы в экономике.

## Кривая Филлипса

Во многих странах ЦБ преследует цель обеспечить не только ценовую стабильность, но и оптимальную занятость. При чём тут занятость населения? Зарплаты и инфляция связаны зарплатно-ценовой спиралью, поскольку именно доходы населения цементируют рост цен. Зарплаты, в свою очередь, представляют собой, по сути, цены на рынке труда. Эти цены корректируют спрос и предложение рабочей силы, так же как любого другого товарного актива или услуги. Если на рынке труда возникает дисбаланс и спрос на рабочую силу превышает количество доступных работников, то работодатели начинают повышать зарплаты, чтобы привлечь персонал. Рост зарплат, в свою очередь, цементирует и разгоняет инфляцию.

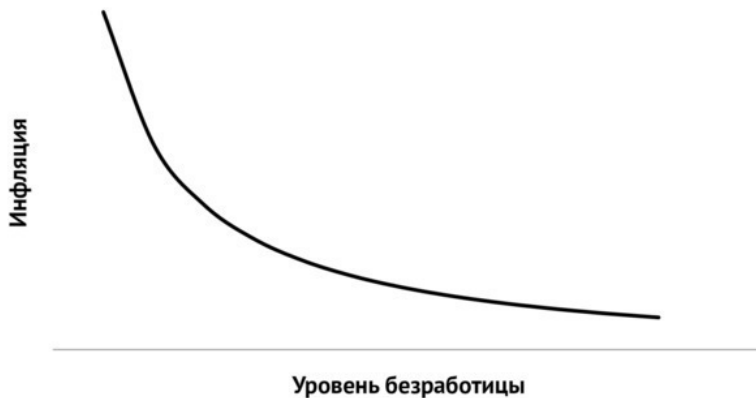
Помимо зарплатно-ценовой спирали, низкая безработица приводит к тому, что количество работающих людей увеличивается в абсолютном выражении, что усиливает платежеспособный спрос и, как следствие, приводит к росту цен. Высокая занятость является существенным проинфляционным фактором, который ЦБ не может обойти стороной и должен также контролировать.

В любой экономике существует естественный уровень безработицы. Сюда входят люди, которые уволились или были уволены с одной работы и находятся в поиске другой, те, у кого достаточно сбережений, чтобы отдохнуть или реализовать себя в чём-то другом, а также люди, не работающие по многим другим причинам. Естественный уровень безработицы особо не влияет на инфляцию. Безработица выше этого уровня уже сигнализирует о том, что в экономике есть проблемы и работы на всех не хватает, но это также не будет влиять на рост цен. Однако безработица, достигающая этого естественного уровня и опускающаяся ниже, приводит к тому, что компании начинают конкурировать за персонал, поскольку его физически недостаёт, а работники становятся более уверенными и требуют существенного повышения зарплат для перехода из одной компании в другую. Это приводит к тому, что во всех отраслях зарплаты начинают расти быстрее, чем производительность. Это, в свою очередь, приводит к инфляции. В таких случаях нужно охлаждать экономику и повышать ставки, поскольку она работает на завышенных оборотах, которые не могут быть обеспечены рабочей силой. Работы становится больше, чем населения, и работодатели начинают конкурировать за работников.

Подобно управлению денежной массой, невозможно филигранно управлять занятостью. Слишком много факторов на неё влияют. ЦБ может слишком перестараться и поднять ставки до такого уровня, что экономика просто остановится

и начнёт уменьшаться. В таком случае безработица может подскочить до двузначных значений. ЦБ должен соблюдать баланс и регулировать ставку таким образом, чтобы поддерживать рост экономики и оптимальную занятость, которая не приводит к разгону цен. Поистине сложнейшая задача. Зависимость уровня безработицы и инфляции представлена в виде **кривой Филлипа**.

### *Кривая Филлипа*



*Иллюстрация 5 — Кривая Филлипа в общем виде, уровень безработицы и инфляция в %*

Идея кривой Филлипа достаточно проста и опирается

на эффект зарплатно-ценовой спирали. При низком уровне безработицы переговорная позиция наёмных работников усиливается, и им становится легче требовать повышения зарплат в ответ на рост цен, что цементирует инфляцию быстрее. В результате у населения появляется больше денег, которые оно очень быстро потратит, что приведёт к инфляции. Чем круче кривая и ниже безработица, тем эффективнее работает спираль, которая перекладывает структурный и эпизодический рост цен в рост зарплат. Рост зарплат закрепляет рост цен, делая его перманентным. И так по кругу – спираль начинает раскручиваться.

При этом нужно понимать, что данная зависимость работает только в одном направлении: уровень занятости влияет на инфляцию, но не наоборот. Во второй половине XX века в США и в других странах звучали идеи, что можно снизить безработицу, разогнав инфляцию. Например, снизить ставку, увеличить государственные расходы или снизить налоги. Но эти идеи были ошибочны, поскольку такие решения приводят только к ещё большей инфляции и увеличивают безработицу. В следующих главах мы будем обсуждать это более детально.

Поэтому обеспечение оптимальной занятости ставится в цели ЦБ наравне с обеспечением ценовой стабильности. Нельзя допускать низкой безработицы, поскольку она повышает эффективность работы зарплатно-ценовой спирали, так же как и нельзя чрезмерно повышать ставки, стагнируя

экономику и повышая безработицу.

## Таргетирование инфляции

Теперь давайте обсудим, как непосредственно ЦБ определяет величину ставки. Последние 30 лет порядка 50 центральных банков по всему миру устанавливают ставки, используя подход **таргетирования инфляции**. Впервые данный подход был использован в Новой Зеландии в 1989 году. Принцип очень простой: сначала ЦБ определяет цель по инфляции, которую считает оптимальной для экономики, а затем публично озвучивает эту цель и делает всё, чтобы достичь этой цели. ЦБ начинает зомбировать всех и, как Кашпировский, даёт установку, какой должна быть инфляция. Таким образом, ЦБ формирует ожидания населения и бизнеса, надеясь, что все в неё поверят. Исходя из этих ожиданий, компании и население соответствующим образом планируют свою деятельность и принимают решения о потреблении и сбережениях.

Инфляция частично является психологической проблемой и решается отчасти с помощью психологии. Например, при подготовке государственного бюджета и бюджетов коммерческих компаний часто делается оговорка: расходы не должны превышать ожидаемую инфляцию, определяемую ЦБ. Государство и компании, используя цель по инфляции, озвученную ЦБ, самопрограммируются и закладывают

ют в бюджет целевой рост цен и затрат. В психологии данный процесс называется якорением, когда озвученная цифра инфляции является психологическим якорем, от которого начинается отсчёт. Аналогичный метод используется и на торгах, когда продавец сразу озвучивает высокую цену или покупатель – низкую, чтобы заякорить её. Для эффективной работы этого механизма очень важно доверие населения к ЦБ и возможность главного банка достигать своих целей. Чем больше доверия к ЦБ, тем больше эффективность таргетирования инфляции.

Довольно непривычно осознавать тот факт, что первая скрипка страны в финансах – Центробанк – так существенно опирается на психологические факторы и ожидания населения. Говорят, что инфляция у нас в головах и что она является сбывающимся пророчеством, или самореализующимся предсказанием. Государство, предприятия и население устанавливают цены, потребляют и инвестируют, исходя не только из текущего уровня цен, но, в первую очередь, из ожиданий их будущего изменения. Если население ждёт дальнейший рост цен, то люди будут совершать покупки сейчас, не дожидаясь роста цен. Аналогичным образом поступают компании и целые страны.

Самым наглядным примером влияния ожиданий на инфляцию стал резкий взлёт цен сразу после начала СВО. Многие страны, ожидая роста цен на нефть, газ и зерно, начали закупать эти товары впрок и пополнять свои стратегические

резервы. Население стало массово скупать бытовую технику, автомобили и любые другие товары иностранного производства в ожидании их дефицита.

Аналогичным образом вёл себя бизнес, который закупал впрок торговые товары, расходные материалы и запчасти, которые могут стать дефицитными. Одно только ожидание того, что ещё не случилось, кратно увеличило спрос и, как следствие, цены.

Надёжный ЦБ, который исторически держал своё слово и выполнял цели, может двигать ожидания, озвучивая целевую инфляцию. В развитых странах ЦБ, который доказал свою приверженность к сдерживанию инфляции и делает всё, чтобы её усмирить, даёт веру населению, компаниям и государству в возможность снижения роста цен. Например, в 2023 году ФРС США продолжала придерживаться своей цели по инфляции в 2% и уверять всех, что достигнет её, несмотря на то, что по итогам 2022 года она составила 6,5%.

В России на фоне высокой исторической инфляции ожидания по ценам остаются пока высокими. Население и предприятия принимают решения, исходя из своего печального опыта жизни в условиях постоянного роста цен. Банк России пытается поменять эту психологию, что, в свою очередь, должно привести к корректировке принятия решений и, в конечном итоге, к снижению инфляции. Но заякорить определённую цифру у людей, которые прожили в современной России, сложно, особенно когда цены продолжают так

сильно меняться из года в год. Поэтому у нас якорь по инфляции выше, чем в развитых странах, которые долгое время жили в комфортных финансовых условиях и у которых ожидания низкие и заякоренные.

Помимо якорения, в истории было ещё одно психологическое ноу-хау. В Бразилии, наряду с национальной валютой, ввели виртуальные деньги. Все цены в магазинах указывали в единицах виртуальной денежной валюты, они практически не менялись, но оплата проходила в национальной валюте по ежедневно меняющемуся курсу. Психологически, если каждый день глядеть на постоянные цены на полках магазинов, это помогает населению успокоиться и почувствовать стабильность в ценах, хотя бы виртуально. Заякоренные ожидания в итоге помогли побороть и саму инфляцию.

После определения целевой инфляции, установления психологического якоря ЦБ определяет нейтральную величину процентной ставки. Она тоже является своего рода якорем, ставка, которую ЦБ планирует поддерживать в случае достижения целевой инфляции и на которую бизнесу и населению стоит ориентироваться в долгосрочной перспективе. Что из себя представляет эта ставка? Эта ставка, как правило, на 1—2% выше целевой инфляции, чтобы держать инфляцию под контролем.

После этапа целеполагания начинается фактическая реализация монетарной политики. ЦБ регулярно мониторит инфляцию, фактическую и ожидаемую. Если она превышает

целевую, то ЦБ начинает поднимать ставку выше нейтральной, пока инфляция не вернётся на целевой уровень, и наоборот. Здесь стоит рассказать, каким образом ставка, устанавливаемая ЦБ, превращается в ставку по нашим с вами потребительским кредитам и депозитам.

Технически ЦБ не кредитует напрямую население и предприятия. В современном обществе в качестве ростовщиков выступают коммерческие банки. Они собирают деньги у одной части населения и компаний в качестве депозитов и выдают кредиты другой части, оставляя себе разницу. ЦБ, в свою очередь, является банком банков и предоставляет кредиты коммерческим банкам по так называемой **ставке рефинансирования**, или, как её ещё называют, **ключевой ставке**. При этом он не преследует цель получить прибыль, у него нет такой задачи. Его основная задача – поддерживать работоспособность финансовой системы страны и обеспечивать ценовую стабильность. Находясь в такой позиции, ЦБ располагает мощнейшим инструментом – ставкой рефинансирования.

Ставкой рефинансирования называется ставка, которую монопольно устанавливает ЦБ и по которой он предоставляет кредиты коммерческим банкам – рефинансирует их – и принимает депозиты. В свою очередь, ставки по потребительским, ипотечным, коммерческим и прочим кредитам на рынке зависят от ключевой ставки и не будут существенно выше или ниже её. Это обеспечивается за счёт конкурен-

ции между банками, которые в любой момент могут занять у ЦБ дешевле, если ставки на рынке высокие, и заработать прибыль или собрать деньги с рынка и положить их на депозит в ЦБ, если рыночные ставки низкие.

ЦБ достаточно регулярно и оперативно пересматривает величину ключевой ставки. Как определить эту величину? Существует достаточно простая формула в соответствии с **формулой Тейлора**. Её смысл сводится к тому, что стоимость денег нужно повышать, когда фактическая инфляция превышает целевую и/или фактически рост ВВП превышает целевой. И наоборот. Формула выглядит следующим образом:

$$\text{Ставка} = \overset{1}{\text{Инфляция}} + \overset{2}{2\%} + \overset{3}{0,5 * \text{Отклонение ВВП от цели} + 0,5 * \text{Отклонение инфляции от цели}}$$

Разберём данное уравнение на составляющие:

**1. Инфляция.** Как мы уже говорили, всё начинается с инфляции – она является фундаментом, и её мы видим самой первой в формуле.

**2. 2%.** Уравнение предполагает, что, помимо инфляции, нужно ещё учитывать темпы роста экономики. Общий смысл сводится к тому, что рост экономики оказывает дополни-

тельное давление на спрос и приводит к росту цен. В формуле используется 2%, поскольку во многих развитых странах и в среднем по миру рост ВВП составляет 2%. На практике добавляют 1—2%, как, например, у Банка России, у которого диапазон ставки составляет 5—6% против целевой инфляции в 4%.

**3. Отклонения от целей.** Над инфляцией и ростом экономики надстраиваются модули управления инфляцией, которая часто отличается от целевой. Ведь ЦБ меняет ставку как раз для того, чтобы держать инфляцию под контролем. При отклонении инфляции от цели нужно корректировать ставку.

Возьмём, к примеру, Россию. Банк России перешёл на режим таргетирования в 2014 году:

Целевая инфляция: 4%.

Долгосрочный нейтральный диапазон ставки: 5—6%.

Ниже представлен график изменения ставки и инфляции за последнюю декаду.

*Ключевая ставка и инфляция в России*



*Иллюстрация 6 — Ключевая ставка, фактическая и целевая инфляция в России, в % с 03.2013 по 03.2023*

Возьмём любой год, например, 2019-й, и посчитаем, какая должна была быть ставка. Фактическая инфляция составила 4,3%. Отклонение от целевой инфляции составляет 4,3% – 4% = 0,3%. Допустим, что рост ВВП находился в целевых значениях и отклонения не было. Добавляем 2% и получаем 4,3% + 2% + 0,3% = 6,6%. Однако фактическая ставка составляла 7,8%. Достаточно близко, но разница всё-таки больше 1%. В данном случае для расчёта мы использовали фактическое значение инфляции, когда нужно подставить ожидаемое значение, которое могло быть больше, что даст недостающий 1%.

Исторически данная формула показала себя как очень на-

дѣжная, но по факту центральные банки отказываются её использовать, поскольку потеряют власть, если отдадут контроль в руки формулы. В итоге они начинают руководствоваться субъективным мнением и различного рода аналитическими расчётами, подкрепляющими их решения. По факту ставки отличаются от инфляции на 1—2% в ту или иную сторону для того, чтобы контролировать её.

При этом ЦБ может совершать существенные ошибки при прогнозе инфляции, ВВП, занятости и переоценивать или недооценивать достаточность изменения ставки. Никто не может точно спрогнозировать инфляцию, и в ЦБ специалисты также ошибаются. Если прогноз был сделан некорректно, а инфляция по факту выросла, то недостаточное увеличение процентной ставки может её не остановить. В свою очередь, чрезмерный рост ставки приводит к сокращению потребления, профициту предложения, сжатию экономики и дефляции. Чрезмерное снижение ставки может вызвать непропорциональный рост спроса, к которому экономика ещё не готова, в ответ на который производители не успевают увеличить предложение и поэтому повышают цены.

На вышепредставленном графике видно, как ставка постоянно борется с инфляцией, зажимая её сверху и возвращая к целевому значению, подобно пастушьей собаке, не дающей стаду разбежаться и возвращающей его в загон. В итоге прогнозируемость инфляции осложняется ещё наличием человеческого фактора в результате монетарной политики.

Даже если вы идеально прогнозируете изменение инфляции, ЦБ может сделать ошибку и выбрать неверную монетарную политику, обесценивая ваш идеальный прогноз.

Отдельного внимания заслуживает вопрос целеполагания размера инфляции.

## Дефляция

Давайте зададим себе вопрос – если инфляция такая плохая, зачем таргетировать её на уровне 1—3%, как это делается в США, Европе и других развитых странах? Почему не стремиться к 0%?

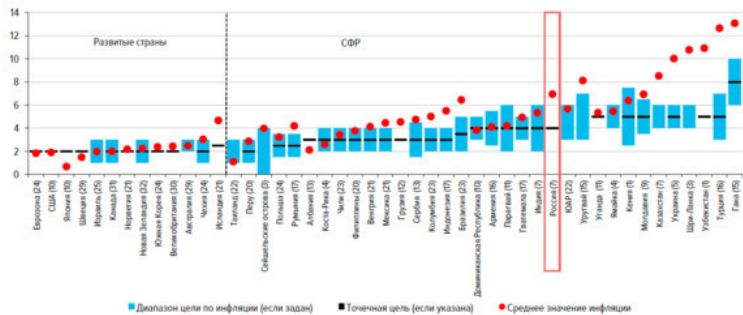
Во-первых, снижение цен, или **дефляция**, также опасно для экономики. Дефляция запускает порочный круг и приводит к не менее печальным последствиям, чем высокая инфляция. Если цены постоянно снижаются, то деньги растут в цене. Зачем тогда в принципе что-то покупать сейчас, если оно станет дешевле? Зачем инвестировать, если цены на товары будут снижаться и инвестиции не окупятся? Население и бизнес начнут откладывать покупки и инвестиции.

Как тогда сберегать деньги? Кто будет платить положительную процентную ставку, если цены снижаются? Ставка будет отрицательной. Если вы положите деньги на депозит, то получите меньше. Гораздо проще держать наличные деньги, которые сами постоянно растут в цене. Инвестиции начнут снижаться, за ними будет сжиматься производство и эконо-

номика. В итоге это приведёт к сжатию экономики и снижению предложения. Экономика будет стараться сбалансировать спрос и предложение. Возникнет дефляционная спираль, в которой ожидание снижения цен приведёт к откладыванию покупок, что, в свою очередь, повлечёт за собой снижение производства, а сниженный спрос вызовет дальнейшее снижение цен производителями, и это постепенно закрутится в ещё более сложную спираль, вовлекая людей и предприятия.

Во-вторых, методика расчёта инфляции не идеальна, поскольку в ней есть множество погрешностей и допущений, которые постоянно меняются. Поэтому, при расчётной инфляции 0%, из-за погрешности счёта фактические цены могут снижаться. Неопределённость ещё усиливается тем, что ставку устанавливают, исходя из прогнозов по инфляции, а, как мы уже много раз говорили, спрогнозировать её точно невозможно, поэтому нужно закладывать «подушку безопасности», чтобы фактическая не опустилась ниже 0%. Чтобы исключить погрешность в расчётах, инфляцию таргетируют минимум на уровне 1—2%. Ниже – статистика точности прогнозирования инфляции центральными банками многих стран.

*Таргетирование инфляции*



\*СФР – страны с формирующимися рынками

Иллюстрация 7 — Результативность таргетирования инфляции по странам (отчёт ЦБ РФ)

В-третьих, должна быть хоть какая-то небольшая инфляция, чтобы у людей возникала потребность тратить деньги или заставлять деньги работать, а не лежать под подушкой. При дефляции экономика начинает идти вспять – никто не будет инвестировать, зная, что его сбережения растут в цене сами, за счёт снижения цен, и экономика начнёт сжиматься. Возникает логичный вопрос, почему при снижении цен нет обратного эффекта – роста спроса? Во-первых, потому что появятся ожидания дальнейшего снижения цен и может возникнуть обратный эффект, при котором покупки будут откладывать. Во-вторых, цены, как правило, являются следствием дисбаланса, а не наоборот, и если цены снизились, то вследствие падения спроса. Бизнес неохотно сни-

жают цены, например, из-за того, что снизились затраты. Цены достаточно липкие, и чтобы их стянуть вниз, нужна сила конкуренции и дисбаланс спроса и предложения.

Печальный пример Японии подтверждает это. Потерянное десятилетие, двадцатилетие и тридцатилетие. Десять последних лет экономика Японии не растёт. Двадцать лет периодически наблюдается дефляция – цены не растут или падают. За тридцать лет стоимость акций практически не изменилась. Всё началось с банковского кризиса в 90-х годах. В это время банки перестали кредитовать население, и начался кризис. Это привело к снижению спроса и цен. ЦБ постоянно держал ставку низкой, но ничего не помогало. Во второй декаде XXI века Япония и Европа установили отрицательные ставки. Для человека, не посвящённого в тонкости финансовой сферы, сочетание «отрицательные ставки» звучит чуждаковато. Становилось всё чудесатее и чудесатее. Но, понимая принципы монетарной политики, можно разобраться, зачем это было сделано. ЦБ таким образом пытается стимулировать население потреблять, а бизнес – инвестировать.

Почему мы чаще наблюдаем инфляцию, нежели чем дефляцию? Как было бы прекрасно, если бы цены постоянно снижались. Так ли это? Но ведь вы не согласитесь на добровольное снижение зарплат из-за снижения цен, верно? Поэтому и цены не могут снижаться систематически. Опять же, из-за существования инфляционной спирали зарплат и цен,

которая, как трещотка или маховик, закрепляет повышение цен за счёт повышения зарплат и ограничивает возможность компаний снижать цены из-за невозможности снизить зарплаты. С другой стороны, если цены систематически снижаются, то рано или поздно они вплотную приблизятся к себестоимости. Сближение цены и себестоимости снижает прибыль собственников и заставляет самых неэффективных уходить с рынка. Предложение уменьшается, баланс начинает восстанавливаться, и цены перестают падать. Это ещё одна причина, которая сдерживает снижение цен.

Растущее население с постоянно увеличивающимся спросом создаёт дисбаланс спроса и предложения, двигая цены вверх, что, в свою очередь, стимулирует расширение производств, инвестиций, инноваций, новых продуктов и услуг. Если бы люди постоянно снижали своё потребление, становились более экономными и наслаждались скромной жизнью, то, наверное, цены бы снижались. Но хотим ли мы жить в таком мире, где постоянно себя нужно ограничивать? Всё происходит с точностью до наоборот. Из-за ограниченности ресурсов человек стремится потреблять как можно больше и жить принципом YOLO (you only live once): «Ты живешь только один раз». Поэтому умеренную инфляцию стоит благодарить за наш современный мир и рыночную экономику.

Краткий подытог монетарной политики. ЦБ, а не рынок, контролирует ставку. Принято считать, что ставкой можно корректировать инфляцию. ЦБ контролирует инфляцию

через ставку и управление ожиданиями. При определении ставки ЦБ ориентируется на инфляцию. Мы снова пришли к тому же выводу, который обсуждали ранее, что инфляция определяет ставку. Ставка процента, в свою очередь, воздействует на инфляцию. В нормальной ситуации инфляция должна быть низкой – около 2%, но не 0%, а ставка – на 1—2% выше инфляции.

## **Покупка активов**

Традиционными инструментами монетарной политики является регулирование ставки и эмиссия денег за счёт кредитования государства и банков. Однако в последнее время центральные банки всего мира стали активно использовать нетрадиционные инструменты монетарной политики. В XXI веке ЦБ многих развитых стран столкнулись с тем, что ставки были снижены до 0%, при этом инфляция и безработица оставались низкой. Но и темпы роста экономики оставались низкими. Традиционный инструмент стимулирования экономики в виде снижения процентной ставки достиг своего предела. Когда ставку снижать некуда, а банки не занимают у ЦБ для кредитования населения и бизнеса, то ЦБ принудительно наполняет экономику дополнительными деньгами, что должно активизировать кредитование, инвестиции и потребление. В таких случаях для дополнительного стимулирования экономики ЦБ многих стран начали использовать

нетрадиционные инструменты – печатать деньги, скупая золото, иностранные валюты или облигации. Но в чём разница между покупками Центрального банка и нашими с вами?

Когда мы покупаем товары или услуги, мы платим за это собственными или заёмными деньгами. Коммерческие банки так же, как и мы с вами, могут покупать золото, доллары или облигации, но разница заключается в том, что, в отличие от нас, ЦБ не нужно иметь средства для этого. В момент покупки ЦБ просто печатает денежные средства и расплачивается с продавцом вновь выпущенными деньгами. И наоборот, в любой момент ЦБ может продать золото или валюту населению и компаниям, забрать деньги обратно и растворить их, поскольку ЦБ является создателем денег. Таким образом, деньги рождаются и умирают.

Если вспомнить Россию 90-х, в то время расплатиться можно было не только деньгами. Использовали всё, что может хранить стоимость – золото, валюту, кирпичи, цемент и прочее, избегая рублей, поскольку они ежедневно обесценивались. Помимо классического бартера, стали популярными коммерческие векселя банков и крупных компаний. Векселя или коммерческие бумаги (commercial papers), как их называют в мире, представляют собой самый примитивный вид долга – листок бумаги, на котором написано, что я тебе должен (I owe you). Особым спросом пользовались векселя «Газпрома», которые считались надёжными и, как предполагалось, были обеспечены газом, который нужен всем

и всегда. Таким образом, в то время коммерческие компании, вместо расчётов деньгами, также могли выпускать свои некие квазианалоги денег – коммерческие векселя. Это приводит к уменьшению использования государственных денег, снижению доверия к ним, поскольку они ничем не обеспечены, и дальнейшему их обесценению. Все государства стараются пресекать любую конкуренцию национальной валюте и защищать монополию ЦБ на выпуск денег – будь то золото в США во время Великой депрессии, векселя в России или цифровые валюты в наше время.

В обычных условиях ЦБ меняет ставку, а затем занимает пассивную роль и ждёт, когда банки сами придут за займами, чтобы кредитовать бизнес и население. В данном же случае ЦБ, не дожидаясь банков, идёт на рынок самостоятельно и скупает активы, расплачиваясь напечатанными деньгами. Таким образом, в экономике, по сути, монетизируются иностранная валюта, облигации и золото, которые просто выводятся из оборота и замещаются национальной валютой. ЦБ использует данный подход для более проактивной корректировки денежной массы.

Почему ЦБ выкупает именно эти активы, но при этом не приобретает акции, недвижимость, компании и прочее? На месте председателя Центробанка я бы пошёл и скупил дома на берегу моря, пентхаусы в центре Москвы и люксовые автомобили. Дело в том, что если ЦБ начнёт их скупать, то цены вырастут, что спровоцирует инфляцию. Более того, это

будет прямое вмешательство в экономику, которое ни к чему хорошему не приведёт. Поэтому ЦБ приобретает те активы, которые хранят инвесторы, чтобы высвободить у них деньги. ЦБ разбавляет эти активы в экономике национальной валютой, которая более ликвидна, и пользоваться ею гораздо легче, чем, скажем, золотом или облигациями. Попробуйте купить хлеб за золото или иностранную валюту. По сути, ЦБ может монетизировать любой подходящий актив, купив его, взяв себе на баланс и взамен напечатав деньги. Самым нашумевшим примером монетизации последних лет является так называемое количественное смягчение, при котором ЦБ скупает государственные облигации. По-другому это можно назвать ещё монетизацией долга.

## **Количественное смягчение в США**

Деньги занимают все – люди, компании, государства, города, области. Мы много будем говорить о государственном долге. Раньше деньги занимали конкретные министерства в государстве. Например, армия занимала деньги отдельно, Министерство культуры – отдельно, и у всех кредитов были разные сроки, ставки и обеспечение. По аналогии с тем, что раньше было множество банков, которые печатали деньги. В итоге решили, что эффективнее будет всеми финансами управлять централизованно. Было создано Министерство финансов, которое следит за тем, сколько государство

получит в виде налогов и какие будут расходы на оборону, социальную сферу, науку, медицину, образование и т. д. Казначейство и Министерство финансов – подразделения Правительства, которые управляют деньгами и госдолгом.

При первоначальном выпуске национальной валюты ЦБ печатает деньги и отдаёт их в долг Правительству, у которого возникает долг перед ЦБ. Если денег не хватает, то Минфин от имени всего государства занимает деньги и закрывает дефицит в бюджете. Государство занимает деньги не в виде привычных нам кредитов, а путём выпуска облигаций.

Облигация – по сути тот же самый кредит, просто носящий другое название. Облигация – документ, в котором написано, что государство выплатит держателю этого документа определённую сумму денег в определённую дату вместе с процентами. Правительство выпускает облигации для финансирования практически любых целей и продаёт их любому желающему – населению, бизнесу, другим государствам или своему же ЦБ. Ниже, к примеру, 5%-я облигация России 1917 года номиналом в 50 рублей, в которой правительство обращается к гражданам с просьбой одолжить деньги для финансирования войны и спасения страны.

*Пример облигации*

№0657623

IV серия.

№0657623

IV серия.



5% ОБЛИГАЦІА

въ СТО РУБЛЕЙ нарицательныхъ.

Къ Вамъ, граждане великой свободной Россіи, къ тѣмъ изъ Васъ, кому дорого будущее нашей Родины, обращаемъ мы нашъ горячій призывъ. Сильный врагъ глубоко вторгся въ наши предѣлы, грозитъ сломить насъ и вернуть страну въ старену, нинѣ жертвому строю.

Только напряженіе всѣхъ нашихъ силъ можетъ дать намъ желанную побѣду. Нужна затрата многихъ милліардовъ, чтобы спасти страну и завершить строеніе свободной Россіи на началахъ равенства и правды.

Не жертвы требуютъ отъ насъ Родина, а исполненіе долга.

Одолжимъ деньги Государству, помѣстивъ ихъ въ новый заемъ, и спасемъ этимъ отъ гибели нашу свободу и достоиніе.

Министръ-Предѣдатель

*Князь Гурьевъ*

*Министръ Финансовъ Николай Гукъ*

*Министръ Внѣшнихъ Дѣлъ Александръ Милютинъ*

*Министръ Юстиціи Александръ Милютинъ*

*Министръ Внѣшнихъ Дѣлъ Александръ Милютинъ*

*Министръ Внѣшнихъ Дѣлъ Александръ Милютинъ*

*Министръ Внѣшнихъ Дѣлъ Александръ Милютинъ*

Петроградъ, 27 марта 1917 года.

Иллюстрация 8 — Облигация России 1917 года

Мы использовали слово «выпуск» в случае с появлением новых денег или облигаций, но в финансах существует специальный термин для этого – ЭМИССИЯ, от латинско-

го emissio – выпускание, или излучение. В мире принято использовать именно этот глагол для обозначения рождения новых долгов в виде денег, облигаций, акций, почтовых марок, которые используются, опять же, в качестве платежа и прочих финансовых инструментов. Подобно тому, как Солнце излучает фотоны света, так же и государства излучают долги в разнообразных формах, делая нашу жизнь ярче. Поэтому здесь и далее любой выпуск долгов, не только государственных, но и коммерческих, будем называть эмиссией, а эмитентом – того, кто эмитирует долг.

**Количественное смягчение** в США – слова, которые не сходят с заголовков СМИ – есть не что иное, как скупка государственных облигаций, в результате которой рождаются новые деньги. Этот процесс отличается очень занятой механикой. С одной стороны, мы имеем облигации, эмитентом которых является правительство. С другой стороны, у нас есть ЦБ, который, скупая облигации, выводит их из обращения, а взамен эмитирует деньги. Подобно закону сохранения энергии, в данном случае долг не умирает, он просто перерождается из одного состояния – государственные облигации – в другое: фиатные деньги ЦБ.

Для преодоления мирового финансового кризиса 2008 года ФРС США, помимо снижения ставки рефинансирования, приняла решение о скупке государственных облигаций и увеличении денежной массы в обращении. Когда экономика находится в кризисе, банки могут не так активно занимать

деньги у ФРС, несмотря на очень низкую ставку, поскольку кредитование замедляется, и деньги просто некуда вкладывать. Чтобы принудительно увеличить денежное предложение в стране, ФРС скупает государственные долги, предлагая высокую цену за облигации, глядя на которую, банки и население начинают их продавать, получая взамен только что эмитированные доллары.

Ещё одной целью выкупа государственных облигаций было снижение долгосрочных ставок. Снижая ставку рефинансирования, ФРС снижает стоимость денег только на короткий срок, до одного года, поскольку именно на этот период Центральный банк кредитует коммерческие банки. В то время как ставки по долгосрочным кредитам могут оставаться высокими, это может отпугивать бизнес развиваться и строить новые производства. Поэтому, чтобы снизить долгосрочные ставки и оживить экономику, ФРС США скупает долгосрочные облигации и таким образом снижает ставку по ним. Покупая на рынке облигации в больших объёмах, она так или иначе влияет на цены этих облигаций, как слон в посудной лавке. ФРС осознанно покупает облигации, чтобы влиять на их цену. Дальше мы будем подробнее говорить о срочности облигаций и о том, как меняются ставки в зависимости от сроков. Ниже – активы Федеральной резервной системы США из её официальной отчётности, в которой видно, что она скупила \$ 5,9 трлн облигаций США и \$ 2,7 трлн ипотечных облигаций.

## Количественное смягчение в США

Combined Statements of Condition as of December 31, 2022 and December 31, 2021			
(in millions)			
		2022	2021
<b>ASSETS</b>			
Gold certificates		\$ 11,037	\$ 11,037
Special drawing rights certificates		5,200	5,200
Coin		1,209	1,232
<b>Loans:</b>	Note 4		
Loans to depository institutions		5,276	555
Other loans		11,450	33,853
<b>System Open Market Account:</b>	Note 5		
Treasury securities, net (of which \$51,590 and \$40,737 is lent as of December 31, 2022 and 2021, respectively)		5,729,247	5,917,426
Federal agency and government-sponsored enterprise mortgage-backed securities, net		2,697,583	2,685,268
Government-sponsored enterprise debt securities, net (of which \$23 and \$0 is lent as of December 31, 2022 and 2021, respectively)		2,584	2,610
Foreign currency denominated investments, net		18,565	20,330
Central bank liquidity swaps		412	3,340
Accrued interest receivable		34,277	30,976
Other assets		1	1
Consolidated variable interest entities: Assets held, net (including \$547 and \$612 measured at fair value as of December 31, 2022 and 2021, respectively)	Note 6	30,436	40,171
Prepaid pension benefit costs	Note 9	1,333	472
Other accrued interest receivable		68	89
Bank premises and equipment, net	Note 7	2,700	2,610
Items in process of collection		72	76
Deferred asset - remittances to the Treasury	Note 12	16,585	-
Other assets		1,319	1,153
<b>Total assets</b>		<b>\$ 8,569,354</b>	<b>\$ 8,756,399</b>

*Иллюстрация 9 — Активы баланса ФРС США, млн долларов. Серым выделен объём выкупленных облигаций.*

Для информации: к началу третьей декады XXI века ЦБ развитых стран монетизировали долги и выкупили на свои балансы вплоть до 40% государственного долга своей страны.

## Монетарная и фискальная политика

Помимо традиционной и нетрадиционной монетарной по-

литики, которую реализует ЦБ, государство имеет в своём распоряжении ещё и меры фискальной политики. Фискальная политика – это решения, связанные с налогообложением и государственными расходами. Во времена Великой депрессии в США в 30-х годах Джон Мейнард Кейнс высказал идею, что для оживления экономики необходимо увеличить расходы государства. Речь идёт о расходах, напрямую связанных с экономикой, которые должны принести экономические выгоды, что является ключевым отличием от военных расходов, которые ни к чему, кроме жертв и разрушений, не приводят.

Ему противостояли другие экономисты, которые говорили, что дополнительные расходы приведут к перегреву экономики и инфляции и что нужно дать возможность невидимой руке рынка самостоятельно всё расставить по своим местам в долгосрочной перспективе. В ответ он возражал, что в долгосрочной перспективе мы все мертвы, поэтому нужно помочь экономике здесь и сейчас. Финансируя строительство мостов, дорог, энергетической инфраструктуры, исследования и науку, можно обеспечить занятость населения и облегчить задачи бизнеса. А за счёт роста экономической активности и возросших налогов – расплатиться по долгам потом.

В целом практически любые фискальные инициативы, связанные с дополнительными расходами и снижением налогов, приводят к перегреву экономики. В таких случаях ЦБ

вынужден отвечать повышением ставки и охлаждением экономики. Повышение ставки – политически очень непопулярное решение, которое отдали ЦБ и которое в некоторых случаях обесценивает инициативы государства, выставляя правительство не в лучшем свете.

Такое развитие событий произошло, например, в США в 50—60-х годах XX века. В это время правительство снизило налоговые ставки, которые держались невозможно высокими со времён Второй мировой войны и достигали 90%. США ввязались в войну в Афганистане, что повлекло повышенные расходы. Одновременно с этим началась кардинальная трансформация системы здравоохранения, которая также привела к большим затратам со стороны государства. Все эти три фактора вызвали инфляцию, поскольку экономика перегревалась, залитая государственными деньгами, и не смогла переварить их, в итоге просто их обесценив. В то время ФРС США пришлось в очередной раз доказать свою независимость и пойти на повышение ставок, несмотря на колоссальное сопротивление со стороны правительства и президента.

Стимулирующая фискальная политика должна применяться во время рецессии, когда цены снижаются, а экономика сжимается. Нужны стимулы, чтобы её оживить, и в таких случаях стимулирующая фискальная политика работает прекрасно бок о бок с голубиной монетарной политикой. Такое танго можно было наблюдать в 2020 году во время пан-

демии коронавируса. Однако и ФРС, и Правительство затанцевались и не заметили, как экономика начала захлёбываться в деньгах и стала резко их обесценивать. В 2022 году ФРС пришла в себя и ужесточила монетарную политику, а правительство вместе с президентом так и продолжают генерировать идеи новых фискальных стимулов – прощение студенческого долга, стимулирующие эффективное энергопотребление выплаты и прочее. Их даже стали называть способствующими снижению инфляции! Ну, это примерно то же самое, что пытаться тушить пожар, подливая бензин и аргументируя это тем, что он поможет быстрее выжечь всё, и пожар закончится.

Экспансионную фискальную и голубиную монетарную политику можно сравнить с выпивкой на вечеринке у подростков. Они не знают меры и не остановятся, пока всё не выпьют. Мы знаем, чем это заканчивается. Однако Центральный банк должен выполнять роль родителей, которые обычно контролируют этот процесс.

Перенесёмся из Соединённых Штатов Америки на другой берег «пруда», объединяющего их, – в Соединённое Королевство, где аналогичный спектакль разыгрался уже в XXI веке. Это произошло в 2022 году после отставки Бориса Джонсона, на место которого пришла Лиза Трасс. Газеты пестрили яркими заголовками типа: «Мгновенный яд: как Лиза Трасс за один месяц обрушила экономику Британии». Правительство Трасс предложило безобидные и, самое глав-

ное, «народные» инициативы, чтобы набрать мгновенных политических очков: сократить налоги и увеличить фискальные стимулы. Но обе эти инициативы пришлось бы финансировать за счёт новых заимствований. Всё это происходило при рекордной инфляции, снижающейся экономике и активной работе ЦБ по сдерживанию инфляции за счёт увеличения ставок и сокращения количественного смягчения. Данное предложение правительства Трасс привело к сильнейшей распродаже фунта и фунтовых активов, а это, в свою очередь, вызвало ещё более сильную инфляцию, которую и можно сравнить с подливанием масла в огонь. Но ЦБ Англии оперативно вмешался, выкупил государственные облигации, остановив их падение, и стабилизировал ставки. После чего правительство немного поменяло риторику, осознав свою ошибку. Это лишний раз показывает, что интересы госструктур всегда носят политический характер, делаются с целью пиара, правительство редко когда принимает сторону экономистов. У политиков часто не хватает экономического опыта и понимания всех последствий их решений. Это ещё одна причина, почему была написана эта книга – чем больше людей будет глубже понимать финансы, тем лучше будет мир, в котором мы живём.

Если посмотреть с высоты птичьего полёта на экономические тенденции в большинстве стран мира во второй декаде XXI века, то мы наблюдали очень мягкую монетарную политику на фоне низкой инфляции с одновременно очень

сдержанной фискальной политикой и очень плавным ростом государственного долга, финансирующего фискальную политику. Начало третьей декады XXI века задало кардинально противоположный тон и развернуло процессы на 180 градусов. Монетарная политика стала более ястребиной с растущими ставками на фоне инфляции и взрывной экспансионной фискальной политикой, заливающей «вертолётными деньгами» всё поле видимости.

В теории, при растущей инфляции расходы нужно снижать, и фискальная политика могла бы эффективно выполнять контрциклическую роль не только в условиях экономической рецессии, но и при высокой инфляции. Во время высокой инфляции государство должно остановить весь рост государственных расходов, а в идеале сократить их и увеличить налоги, чтобы уменьшить количество доступных денег у населения и бизнеса и снизить потребление. Но, как обычно, политический аспект перевешивает экономический, поскольку для политиков это будет карьерным самоубийством – сокращать государственные расходы и увеличивать налоги. Все любят только тратить, а тем более не свои деньги. Драматичность ситуации заключается в том, что правительства не могут пойти даже по самому безболезненному пути – не сокращая расходы, просто перенести их на будущие периоды. Но и такие решения не принимаются. Поэтому есть мнение, что нас и в дальнейшем ожидают времена фискальных стимулов, которые будут становиться более

значимыми. Рост продолжительности жизни и неизменный пенсионный возраст приведёт к росту расходов на медицину, вырастут военные бюджеты для защиты от России, Китая, Ирана и Северной Кореи, борьба с изменением климата и необходимость обеспечения энергетической безопасности вызовут рост расходов на энергетику, а деглобализация и защита своих рынков в охлаждающейся экономике заставит нести ещё большие затраты на инфраструктуру и развитие промышленности. Государствам придётся выбирать между увеличением налогов или наращиванием долга.

Подводя итоги, можно сделать следующие заключения. Потребность в кредитовании и сбережениях является объективной реальностью и особенностью устройства нашего общества. Но как определяется ставка кредитования? Деньги обесцениваются, поэтому цена денег должна определяться как минимум их обесценением. Нелогично выдавать кредиты и займы, которые не компенсируют даже инфляцию. Поэтому ставка определяется инфляцией. С какого-то момента в истории ставка процента перестала свободно формироваться в ходе рыночных отношений. Монополию на установление её минимального размера получил ЦБ – поначалу с целью облегчить финансирование государства в нужные моменты, а затем уже для борьбы с инфляцией. Считается, что инфляция вредна для экономики и её нужно контролировать, чтобы вовремя остановить раскручивающуюся зарплатно-ценовую спираль.

Инфляцию можно корректировать с помощью ставки. Изменение процентной ставки влияет на мотивацию населения сберегать и тратить, что, в свою очередь, приводит к изменению спроса и цен на все товарные активы, подобно приливам и отливам, которые поднимают или опускают все лодки в бухте. Одновременно с инфляцией, ЦБ должен ещё контролировать занятость в стране, поскольку она оказывает существенное влияние на цены, в соответствии с кривой Филлипса.

На практике монетарная политика ЦБ заключается в таргетировании инфляции и использовании ключевой ставки для достижения этой цели. Формула Тейлора даёт очень хорошее приближение оценки, но по факту ставка рефинансирования оказывается на 1—2% выше или ниже ожидаемой инфляции, в зависимости от того, находится она выше или ниже таргета. В кризисные времена ЦБ также использует нетрадиционные методы монетарной политики – количественное смягчение, во время которого происходит эмиссия новых денег за счёт выкупа облигаций.

# Глава 4. Курсы валют

## Курс национальной валюты

Задайте себе вопрос: когда мы наблюдаем рост цен на товары, то мы воспринимаем это как рост цены товара или обесценение денег? Мы просто привыкли думать, что цены на товары растут, но ведь мы могли бы и привыкнуть думать, что деньги обесцениваются, каждый раз глядя на ценники. По факту рост цен включает в себя оба компонента – цена товара растёт под влиянием спроса и предложения, а деньги обесцениваются, когда их слишком много. Самым очевидным примером, когда мы ассоциируем рост цен с обесценением денег, является снижение курса национальной валюты и рост цен на импортные товары. Цены на импортные товары растут, когда национальная валюта обесценивается по отношению к валютам других стран.

Наряду с национальной валютой, в стране могут также обращаться и валюты других государств. Они появляются в стране в результате международной торговли и являются, по сути, товарным активом, который покупают и продают. С помощью зарубежных валют можно измерить стоимость национальной валюты, например, рубль по отношению к доллару или евро. Такая стоимость называется **ва-**

**лютным курсом**, или ценой иностранной валюты. Снижение курса национальной валюты называется **девальвацией**.

Слово «девальвация» часто используют в разных контекстах. Под ней часто понимают обесценение национальной валюты в любых её видах, будь то инфляция или снижение её курса. Но под ней в первую очередь нужно подразумевать снижение цены национальной валюты по отношению к другим валютам. Нужно различать инфляцию и девальвацию, несмотря на то что эти процессы связаны. Девальвация практически всегда приводит к инфляции. Инфляция, в свою очередь, не обязательно должна приводить к снижению курса.

Иногда девальвация является первичной, а инфляция – следствием. Инфляцию, в первую очередь, может вызвать резкое снижение курса национальной валюты. В современном мире экономики разных стран взаимосвязаны. Практически все страны участвуют в международном разделении труда и импортируют часть товаров и услуг. Это улучшает качество жизни и потребление, предоставляя населению более разнообразный выбор товаров и услуг. При резком снижении обменного курса импортные товары дорожают. Глядя на это, национальные производители в аналогичных категориях следом начинают поднимать цены, поскольку спрос на их продукцию растёт, и они физически не успевают увеличить предложение. Ещё печальнее ситуация обстоит в тех отраслях, где просто нет национальных аналогов, и рост цен

сдерживается только спросом. Происходит ценовой шок, когда цены на все товары начинают расти, и люди, ожидая дальнейшего роста, начинаюткратноувеличиватьспрос, чтобы успетькупитьпостарымценам. В одно мгновениеценникиначинаютрастинадесяткипроцентов.

Иногда инфляция является первичной и приводит к девальвации. Инфляция может развиваться в результате дефицита товаров, ошибочной монетарной или фискальной политики государства, мирового роста цен на ресурсы. В результате инфляции национальная валюта может начать обесцениваться, что, в свою очередь, приводит к девальвации, снижению её обменного курса по сравнению с валютой страны, где более стабильная инфляция. По мере девальвации импортные товары начинают расти в цене, что разгоняет маховик инфляции ещё больше. Но этот процесс идёт очень медленно, и установить прямую связь влияния инфляции на девальвацию очень сложно.

## **Рынок иностранной валюты**

Сама по себе возможность обменивать разные валюты является той точкой контакта, через которую экономики разных стран взаимодействуют между собой. Иностранная валюта – это такой же товар, как нефть, газ или любой другой ресурс, у которого есть предложение и спрос. На валютном рынке, там, где продают и покупают иностранную валюту,

цена также регулирует баланс спроса и предложения – чем больше долларов поступает в нашу экономику при неизменном спросе на них, тем дешевле будет стоить доллар. Чем больше спрос на доллары, тем он дороже. Чтобы уравнивать спрос и предложение в рыночных условиях, курс валюты должен меняться.

В общем виде спрос и предложение валюты формируется под влиянием двух факторов: международной торговли и движения капитала. Самый фундаментальный фактор – это международная торговля. В результате экспорта в стране появляется предложение валюты, а импорт формирует спрос на неё. С ростом экспорта предложение валюты растёт, и курс падает. Одновременно с этим нужно помнить, что существует спрос на валюту. Если население страны хочет покупать только иностранные автомобили, вещи, алкоголь и прочие потребительские товары, то спрос на иностранную валюту вырастет, и она подорожает. Дорогая валюта увеличит цены на импортные товары и сбалансирует спрос с предложением.

Многие были за границей и заходили в «Макдональдс». Расплачиваясь за него в долларах, евро или лирах, туристы наверняка в уме переводили стоимость бургера в рубли. Я думаю, что в большинстве случаев цена получалась дороже, чем в России. Можно рассчитать курс, при котором цены в России и в другой стране будут равны. Этот курс называется **курсом по паритету покупательской способности**

(ППС).

Как правило, существуют большие расхождения между фактическим курсом валюты и ППС. Одна из причин, почему они отличаются – большое количество товаров и сложность корректировки спроса и предложения под влиянием курса валюты. Международная торговля помогает валютам найти свою относительную стоимость, однако курс валюты в качестве механизма стабилизации спроса и предложения международных товаров работает не быстро. Доллар или евро лишь частично влияет на цену импортных товаров в стране, поскольку она в первую очередь определяется драйверами рынка. Наглядный тому пример – рост цен на импортные товары и автомобили иностранного производства в разы после начала СВО, несмотря на то что доллар снизился с 75 до 60 рублей. Рост цен вызван исключительно сокращением предложения импортных товаров в результате санкций.

Экономика и международная торговля – это фундаментальные процессы, которые включают в себя множество факторов. В международной торговле задействовано огромное количество товаров и услуг, у каждого из которых свои индивидуальные рыночные драйверы, а валюта для всех одинакова. Несмотря на то, что, меняясь, курс валюты влияет на цены всех торгуемых товаров, он не оказывает какого-то преобладающего влияния. Изменение курса валюты для балансирования спроса и предложения импортных и экспорт-

ных товаров может занять продолжительное время, а, принимая во внимание волатильность курсов валют, такую зависимость наглядно проследить невозможно. И, наоборот, влияние рыночных драйверов индивидуального товара зачастую недостаточно для того, чтобы изменился курс валюты всей страны.

Другой причиной расхождения фактического курса валюты и ППС является то, что, помимо торговли, есть ещё движение капитала, и по размеру они отличаются в разы. Наряду с торговлей товарными активами, между странами также идёт движение капитала. Население и компании могут как занимать в иностранной валюте у других стран, так и инвестировать, покупая иностранные акции, облигации или делая депозиты в иностранной валюте. Эти операции капитального характера также влияют на спрос и предложение, и в конечном итоге – на курс валюты.

С одной стороны, компании могут в ходе повседневной деятельности открывать новые производства в других странах, а население – покупать зарубежную недвижимость или хранить деньги в иностранной валюте для оплаты образования, медицины. Однако более существенное движение капитала вызывают ставки. Всех мучает вопрос – почему уровень ставок по доллару так сильно отличается от ставок по рублю? Например, ставка по доллару США меньше 1%, депозиты в евро вообще – около 0%, в то время как депозиты в рублях – 5—10%? Инфляция является основой ставки, и в раз-

ных странах она разная – поэтому и ставки в разных валютах отличаются. Связка «инфляция – ставка» является ключевой. В разных государствах разная экономика, разная монетарная политика и инфляция. В одной стране добывается множество природных ресурсов, и они дешёвые, в другой стране этих ресурсов нет, но гораздо сильнее развиты технологии, в третьей всё сбалансировано, а где-то, наоборот, перманентный кризис в экономике.

Когда человеку доступны две валюты, в которых он может хранить свои сбережения, и ставка по одной валюте составляет 1%, а по другой – 5%, то возникает естественное желание хранить сбережения в валюте, которая приносит больший процент. Ещё более извращенным умам может прийти мысль, что можно занять одну валюту под 1%, обменять её и вложить под 5% в другую. Это основные причины, которые приводят в движение капитал между валютами.

Капитал – самый трусливый зверь в финансах, который прячется при любой опасности и идёт в полный отрыв, когда почувствует безопасность и свободу. Кризисы и банковская паника разных лет доказали, что люди и организации буквально в несколько часов могут забрать свои капиталы из банков, а в считанные дни – вывести их из страны. Он бежит при любой опасности или даже намёке на опасность. Говорят, что деньги любят тишину. Существует множество выражений про капитал. Важно понять, что капитал – огромная масса денег, которая живёт своей жизнью, руководствуется

своей логикой и очень существенно может влиять на экономику. Эти движения могут никак быть не связаны с международной торговлей, но при этом существенно влияют на неё и экономику.

Капитал подобен ветру или воде, который двигается под действием различных сил, давления, перепада высот или температур. В случае опасности огромные суммы, накапливаемые годами, начинают перемещаться между валютами в короткий промежуток времени. Такое движение капитала существенно нарушает баланс между спросом и предложением валюты, в результате чего мы наблюдаем существенные колебания курса. Если бы не было движений капитала, то курс валют должен был быть примерно равен курсу по ППС валюты. Но самый большой недостаток движения капитала заключается в том, что он нарушает справедливый курс валюты и приводит к изменению цен на товарные активы и, как следствие, инфляции или дефляции. В результате этого смещается спрос и предложение на товары, что оказывает влияние на экономику. Ей приходится подстраиваться под курс, на который влияет движение капитала.

## **Связь ставки и курса валюты**

Теперь мы можем дополнить наш инструментарий работы с инфляцией. Валютный курс также влияет на инфляцию. При этом он зависит от ставки, поскольку разница в ставках

валют приводит к движению капитала. Поскольку ЦБ контролирует ставку, то он может влиять и на валютный курс, а через него – на инфляцию. К счастью, связка ставки, валютного курса и инфляции не вызывает противоречий с основной логикой монетарной политики. Повышение ставки при борьбе с инфляцией приводит к перетоку капитала в эту валюту, поскольку она становится более доходной и, как следствие, к укреплению национальной валюты. А это, в свою очередь, вызывает снижение стоимости импортных товаров, а также охлаждение экономики, поскольку экспортная цена растёт. В случае России экспортёры просто начинают получать меньшее количество рублёвой выручки, что также замедляет инфляцию и экономику. Поэтому повышение ставки замедляет рост цен и через канал валютного курса.

И, наоборот, при снижении ставок национальная валюта обесценивается, поскольку инвесторам становится выгоднее вкладывать средства в иностранные валюты, что приводит к росту спроса на них и ослаблению национальной валюты. За этим следует, как правило, активизация экспорта или прирост рублёвой выручки экспортеров, ускорение экономики, рост цен на импортные товары, что в совокупности разгоняет инфляцию и экономику. В сухом остатке курсы валют не ставят палки в колёса Центральному банку при осуществлении им традиционной монетарной политики, при которой снижение ставки ускоряет экономику и инфляцию.

Ставка является лидирующим фактором, через который

ЦБ корректирует инфляцию, а курс валюты является следствием такой политики, но не наоборот. Сам по себе курс валюты практически не влияет на процесс принятия решений по установлению ставки в экономике. Так работает система саморегуляции экономики в развитых странах.

Но в остальных странах делают исключения, и резкое изменение курса валюты может привести к движению ставки. Инвесторы очень осторожно относятся к развивающимся экономикам, и как только в них случаются кризисы, капитал сразу бежит из них. Бегущий капитал может существенно обесценить национальную валюту, что приводит к инфляции. Инфляция, в свою очередь, вынуждает резко увеличить ставку, чтобы остановить бегство капитала, заманить его обратно, охладить экономику и остановить инфляцию.

Например, в России в силу особенностей экономики ожидания по инфляции очень сильно привязаны к курсу рубля, поскольку в потребительской корзине присутствует множество импортных товаров, цены на которые привязаны к курсу. Поэтому ЦБ частично принимает во внимание курс рубля при установлении ставок и борьбе с инфляцией.

Есть очень наглядный и печальный пример Турции, которая демонстрирует связь ставки, инфляции и курса валюты. Президент Турции очень сильно хочет снизить ставку, при этом курс лиры продолжает лететь в пропасть, а инфляция не снижается. Эта занятная история требует отдельного рассмотрения в следующем разделе.

## Пример Турции

Уже на протяжении долгого времени в Турции не удаётся усмирить инфляцию. Можно с большой долей уверенности поблагодарить за это президента Турции – Эрдогана. Его непоколебимая вера говорит о том, что есть связь между ставкой и инфляцией. С этим тезисом не поспоришь – действительно, если взять графики инфляции и ставок в любой стране, то мы увидим очень сильную зависимость. Складывается впечатление, что чем выше ставка, тем выше инфляция. Эрдоган считает, что в данной зависимости ставка есть причина, а инфляция – следствие. Если ставки высокие, то инфляция будет выше.

Но есть очень известное выражение в статистике: «Корреляция не значит причинно-следственную связь». В данном случае корреляция между инфляцией и ставкой не даёт оснований сделать вывод о том, что высокие ставки приводят к росту цен. Следственную связь и её направление нужно выявлять другими способами. В данном случае связь как раз обратная – рост инфляции приводит к повышению ставок, а повышение ставок приводит к снижению инфляции. Это напоминает качели, на которых сидят ЦБ и экономика. Задача ЦБ – не раскачивать эти качели, а максимально сбалансировать в состоянии покоя.

Исходя из этой веры, Эрдоган всю свою политическую ка-

рьеру пытается снизить стоимость кредитования, несмотря на галопирующий рост цен. Но инфляция только ускоряется. Это, в свою очередь, приводит к обесцениванию лиры, что ещё сильнее закручивает инфляционную спираль. Замкнутый круг. Слабая лира, рост цен и снижающийся уровень жизни населения в Турции по большей части являются следствием желания президента снизить ставку.

Помимо неправильного восприятия зависимости, ещё одним объяснением его веры в необходимость постоянного снижения ставки является связь с исламом, в котором запрещено ростовщичество. Ростовщичество – это грех, но он неизбежен, и чтобы хоть как-то его загладить, процентную ставку нужно снижать. Страна планирует дальнейшее развитие и переход на модель исламских финансов, в которых запрещены ссудный процент и финансовые спекуляции.

Как во многих цивилизованных странах, председатель ЦБ должен быть независимым лицом, не связанным с правительством и президентом. Председатели ЦБ Турции пытались повышать ставку вопреки желанию президента. Однако Эрдоган решил поменять правила и стал увольнять тех из них, кто не соглашался с его решением снижать ставку. Это была третья причина роста инфляции и обесценивания лиры.

Если вы живёте в Турции, то ваши сбережения в лирах обесцениваются под 80%, а положив деньги на депозит, вы сможете компенсировать только 15—20%. Логично, что ни-

кто не будет хранить сбережения в лирах, все будут покупать доллары, недвижимость и акции. Далее круг замыкается в порочный, и ситуация только усугубляется. Из этого можно сделать простой вывод: если ставки в экономике ниже инфляции, то нужно уходить от этой валюты. И, наоборот, если ставки в экономике выше инфляции, то нужно переходить на валюту этой страны и активы в этой валюте. Капитал понимает, что низкие ставки не позволят побороть инфляцию, и, как следствие, валюта продолжает девальвироваться в этом замкнутом кругу, продолжая разгонять инфляцию. И лира летит в пропасть.

Обратная ситуация также имеет право на существование. Как только экономика замедляется или инфляция начинает снижаться, то ЦБ, чтобы простимулировать рост экономики, переходит к голубиной политике и может начать опускать ставку. В результате возникнет обратный эффект – начинает расти кредитование и потребление, у населения появляется больше уверенности, сбережения будут приносить всё меньше процентов, и люди будут стремиться тратить деньги. Как правило, каждая экономика самостоятельно определяет, нужно ли ужесточать или ослаблять монетарную политику. Но в 2020, когда весь мир столкнулся с единой угрозой – пандемией коронавируса и глобальным кризисом, – центральные банки всего мира начали существенно снижать ставки.

# Трилемма монетарной политики

В развивающихся странах часто можно наблюдать попытки ЦБ контролировать валютный курс. Если правительство приняло такое решение, то ЦБ может это делать путём продажи или покупки валюты на рынке. Если национальная денежная единица укрепляется, то ЦБ может легко её ослабить, скупая иностранную валюту, расплачиваясь вновь эмитированными деньгами. Однако если национальная валюта обесценивается, то ЦБ ограничен в возможностях её укрепления. Для этого нужно иметь запасы иностранной валюты, которые можно продавать, увеличивая предложение и таким образом укрепляя национальную валюту. Это можно делать только до определённого момента – пока есть иностранная валюта в наличии. История знает множество примеров, когда ЦБ старался сдерживать обесценение валюты, используя резервы, но в итоге терпел поражение, когда они заканчивались.

В большинстве стран валютный курс является **рыночным**, или **плавающим**, и не контролируется ЦБ. На это есть три причины. Во-первых, процессы в экономике, которые формируют курс валюты, настолько сложны, что даже ЦБ не сможет определить «правильный», который нужно поддерживать. Рыночная экономика справится с этой задачей лучше. Во-вторых, плавающий курс не мешает действию

монетарной политики по регулированию процентных ставок и инфляции, поскольку они работают в унисон – рост ставок укрепляет курс и помогает справляться с инфляцией. В-третьих, сдерживать обесценение можно только до тех пор, пока не кончатся резервы.

Давайте ещё раз посмотрим, как ставка влияет на курс национальной валюты. Как только ставка начинает расти и становится выше, чем в экономиках других стран, иностранные инвесторы начинают вкладывать деньги в эту экономику и получать проценты в этой валюте. Для этого нужно купить местную валюту, что приводит к росту спроса на неё и, как следствие, укреплению. Приток иностранных денег для покупки местных вызывает огромное предложение иностранной валюты и снижение её стоимости. Чем выше разница в ставках, дифференциал ставок, тем больше международного капитала хлынет в страну, и это моментально начинает менять валютный курс. Данный процесс называется процентным арбитражем. Например, в 2022 году, несмотря на стабильность экономик развитых стран мира, евро, иена, британский фунт и прочие валюты существенно обесценились по мере того, как ФРС США поднимала ставку опережающими темпами. Огромные капиталы начали перемещаться в доллар. Курсы валют очень чувствительны к движению капитала и ставкам.

Данные процессы будут происходить, только если валютный курс является рыночным и не регулируется Централь-

ным банком. Если ЦБ будет ещё одновременно пытаться контролировать валютный курс, то у него может не хватить валютных резервов для его удержания. Именно это произошло с Великобританией в 1992 году, когда Джордж Сорос обрушил фунт стерлингов. Банк Англии пытался контролировать курс фунта и снижать ставки для оживления экономики. Но снижение ставок должно приводить к обесцениванию национальной валюты из-за снижения её привлекательности. Для сдерживания обесценения требуется продавать иностранную валюту из резервов, которые могут закончиться. И иностранная валюта действительно закончилась. Джордж Сорос предусмотрел это и ускорил процесс падения, заработав состояние. В итоге банк Англии отпустил курс фунта стерлингов в свободное плавание.

Некоторые развивающиеся страны продолжали такую политику одновременного контроля ставки и валютного курса, но для исключения ситуации Сороса просто вводили запрет на движение капитала в духе развивающихся стран. Если запретить владельцам состояний и банкирам играть большим капиталом против ЦБ, то всё будет хорошо. Существует правило, в соответствии с которым следующие три свободы не могут одновременно работать, их ещё называют «невозможная троица»:

1. Свобода ЦБ контролировать и устанавливать ставку.
2. Свобода движения капитала из страны и в страну.
3. Свобода ЦБ устанавливать курс национальной валюты.

Одной из этих свобод всегда приходится жертвовать, и действующих остаётся только две.

### *Трилемма монетарной политики*



*Иллюстрация 10 — Трилемма монетарной политики: взаимосвязь курса, ставки и движения капитала*

**Свобода устанавливать курс.** Типичным можно назвать явление, когда развитые страны жертвуют фиксированным валютным курсом и отпускают его в свободное плавание. При этом в таких странах нет ограничений на движение капитала, а ЦБ контролирует ставку. Такая конфигурация характерна для многих развитых стран. В данном случае фиксированного валютного курса не может быть, поскольку в результате контроля ставок разница между ними в нацио-

нальной валюте и зарубежной приведёт к огромному притоку или оттоку капитала, который ЦБ не сможет контролировать.



1. ЦБ монополизировал функцию контроля ставки и управляет ею, как посчитает нужным.
2. Капитал свободно движется из страны и в страну, без всяких ограничений.
3. Курс национальной валюты рыночный и не регулируется ЦБ.

**Свободное движение капитала.** Типичным для развивающихся стран является решение пожертвовать свободным движением капитала. Ограничения на движение капиталов,

как правило, вводятся во время кризисов. В данном случае можно управлять валютным курсом и свободно управлять ставкой, не обращая внимания на международный капитал, поскольку вы ему просто не позволите заходить в страну или покидать её, ЦБ просто ставит «дамбу». Это как раз то, что происходит в России после СВО. ЦБ запретил иностранному капиталу покидать страну, поскольку это приведёт к огромному спросу на доллар, и рубль существенно обесценится. Данный выбор часто делается центральными банками развивающихся стран во время кризиса либо авторитарными режимами, в которых ЦБ не является независимым. Данная мера может эффективно работать временно, но если ограничения останутся перманентными, то это приведёт к ухудшению инвестиционного климата, снижению международной торговли, инвестиций и обмена технологий, а также снижению эффективности монетарной политики. В итоге мы имеем следующую конструкцию:

# Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.