



ФИНАНСОВО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА. БЮДЖЕТНОЕ, ВАЛЮТНОЕ И КРЕДИТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ, ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕСУРСЫ

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ США В ПЕРИОД ПАНДЕМИИ: ВЫЗОВЫ И ПРОГНОЗЫ

Б.И. Соколов,

*профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента
экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета,
доктор экономических наук
b.i.sokolov@spbu.ru*

С.В. Соколова,

*профессор кафедры управления и планирования социально-экономических процессов
экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета,
доктор экономических наук
s.sokolova@spbu.ru*

В.О. Николаев,

*студент экономического факультета Санкт-Петербургского государственного университета
st087837@student.spbu.ru*

В статье дан анализ последствий, вызванных политикой ФРС США во время пандемии COVID-19. Обобщены методы, которыми руководствуется центральный банк США в рамках поддержки финансовой устойчивости общества. Приведена оценка роли политики вливания «вертолетных денег» в экономику. Представлен прогноз тех проблем, с которыми может столкнуться ФРС США в долгосрочной перспективе.

Ключевые слова: глобальная кредитно-финансовая пирамида, Федеральная резервная система США, эпидемия COVID-19, денежные агрегаты, инфляция, занятость.

УДК 339.9.012.23 ББК 65.52

Вводные замечания. Пандемия коронавирусной инфекции стала очередным напоминанием о том, как хрупко наше общество, насколько оно уязвимо, а самой главной задачей становится обеспечение безопасного существования человека, стрессоустойчивости. Во всём мире от неё умерло, как мы знаем, сегодня уже более четырёх миллионов 900 тысяч человек», — отметил В.В. Путин [1].

COVID-19 — это не только мировая пандемия и кризис здравоохранения, данное явление серьезно повлияло на мировую экономику и финансовые рынки. Значительное уменьшение доходов, рост безработицы и сбои в работе транспорта, сфере услуг и вторичном секторе экономики являются одними из последствий мер по смягчению последствий заболеваний, которые были приняты во многих странах. Стало ясно, что большинство правительств в мире недооценили риски быстрого распространения COVID-19 и в основном реагировали на кризисные ситуации только по мере их наступления. Пандемия оказала разрушительное воздействие на весь мир, в том числе и на США, где к октябрю 2021 года число жителей, скончавшихся от последствий коронавируса, превысило 700 тыс. человек. С начала пандемии по конец июня 2021 года свыше 140 тыс. детей пережили смерть родителя или опекуна. При этом, 65% детей, потерявших родителей или опекунов, принадлежали к расовым или этническим меньшинствам, что свидетельствует о непропорциональном воздействии пандемии на группы меньшинств [3].

Как отмечалось авторами ранее, вызовы, спровоцированные пандемией, оказали многофакторное воздействие на все стороны общественной жизни, породили карантинную модель труда и потребления, инвестирования, социального общения,

территориального устройства [17]. Вместе с тем, в научной литературе оказался крайне слабо освещен вопрос о специфических направлениях денежно-кредитной политики, позволяющих преодолеть негативные последствия экономического спада, вызванного пандемией.

В общем случае научная проблема сводится к выяснению следующего момента: должны ли быть разработаны особые методы, инструменты денежно-кредитной политики или достаточно тех общепризнанных, которые применяются центральными банками всех стран мира, а именно, прежде всего, манипулирование ключевой ставкой, таргетирование инфляции?

Наибольший интерес в этом отношении представляет денежно-кредитная политика Федеральной резервной системы США, поскольку финансовые рынки США являются наиболее развитыми. Вместе с тем, бюджетная политика США порождает и самые значительные для глобальной экономики риски. Как отметил В.В. Путин, если в 2017–2019 годах дефицит бюджета по странам «двадцатки» в среднем составлял 3,8% ВВП, то в 2020 г. на фоне пандемии он вырос до 11,2%, а в 2021 г., хоть и снизился, но всё-таки остаётся на достаточно высоком уровне — 8,7%. Причем 40% дефицита бюджетов всех стран «двадцатки» за 2020–2021 годы придётся на Соединённые Штаты. «Говорю об этом потому, что мы все прекрасно понимаем: от положения этой экономики зависит вся мировая» [2].

Гипотеза, которой придерживаются авторы, состоит в том, что одни и те же инструменты и методы денежно-кредитной политики, применяемые центральными банками различных стран, способны вызвать разнонаправленные последствия в зависимости от времени (краткосрочного или долгосрочного периода) и сфер их действия (особых финансовых рынков). То,

что для финансовых рынков США может быть хорошо, способно отрицательно сказаться на финансовых рынках иных стран.

Авторы пытаются обосновать прогноз, основанный на естественно-историческом развитии США относительно того средства, которое способно улучшить ситуацию на их финансовых рынках.

Параметры глобальной кредитно-финансовой пирамиды. Важнейшей особенностью современных глобализационных процессов в сфере финансов является то, что США встроили в мировую экономику национальную кредитно-финансовую пирамиду. Данная модель пирамиды полностью соответствует «системе Джона Ло», выстроенной в 1716–1720 годах [16].

Кредитно-финансовая пирамида США включает:

- **«фундамент»** в виде долларовой эмиссионного механизма;
- **«стены»** в виде кредитно-финансовых рынков. Наиболее высокие «стены» представляют собой:
 - долларовую денежную массу, обращение которой перерождено национальной границей;
 - государственный долг, сформированный за счет облигаций;
 - финансовый капитал крупнейших компаний мира, представленный на фондовом рынке;
 - кредитно-инвестиционные активы банков, пенсионных фондов, страховых компаний и иных кредитно-финансовых институтов.

Если создание «фундамента» и расширение его масштабов полностью подчиняется монетарным властям США, то «стены» подвергаются всё более сильным внешним ударам, которые провоцируют не только естественные конкуренты, которые являются как геополитическими союзниками (Евросоюз, Великобритания), так и геополитическими противниками (Китай, Россия).

Первая стена — долларовая денежная масса.

Цель создания любой кредитно-финансовой пирамиды связана с искусственным стимулированием экономической активности, исходя из постулата: чем больше денег в экономике — тем интенсивнее идет процесс капиталообразования; чем больше капиталов — тем выше экономическая активность, темпы экономического роста. Следовательно, в условиях экономического кризиса, независимо от его причин, денежная масса должна расти быстрее, чем в условиях экономического подъема. Именно поэтому в период пандемии стало происходить наращивание долларовой денежной массы (см. табл. 1).

Таблица 1

Величина денежной массы в США, \$ млрд

Дата	Денежная база	С учетом сезонных колебаний:		Без учета сезонных колебаний:	
		M1	M2	M1	M2
Январь 2018		3,649.5	13,858.3	3,652.7	13,856.1
Декабрь 2018		3,746.5	14,351.7	3,796.9	14,456.5
Январь 2019		3,740.5	14,434.6	3,745.5	14,433.6
Декабрь 2019	3,426.5	3,976.9	15,307.1	4,041.2	15,422.8
Январь 2020	3,442.6	3,975.1	15,402.1	3,980.0	15,405.2
Декабрь 2020	5,206.5	17,812.4	19,129.5	17,949.8	19,278.7
Сентябрь 2021	6,388.9	19,862.2	20,982.9	19,875.3	20,983.6

Составлено по: [19].

Согласно данным табл. 1, до объявления ВОЗ пандемии (январь 2018 к январю 2020, то есть за 2 года) денежный агрегат M1 вырос на 8,9%, а денежный агрегат M2 — на 11,1%. Использование «вертолетных денег» привело к тому, что за период пандемии (январь 2020 к сентябрю 2021, то есть менее, чем за 2 года) денежная база увеличилась на 85,6%; денежный агрегат M1 — почти в 5 раз, денежный агрегат M2 — на 36,2%. В результате коэффициент монетизации экономики США (M2 по отношению к ВВП) составил в 2018 году 70%, в 2019 — 72%, в 2020 — 109%, но в 2021 (прогноз) вследствие стимулирования экономического роста сократился до 92,5%.

Как оценить данную меру? Денежно-кредитная политика ФРС США — эталон действий для либеральных экономистов,

с одной стороны. С другой стороны, эмиссионное стимулирование экономики, по их мнению, недопустимо. А.Н. Илларионов (с 12 апреля 2000 года по 27 декабря 2005 года советник президента России В.В. Путина по экономической политике), определяя фундаментальную природу инфляции писал: «Центральный банк — это единственное учреждение в стране, которому позволено «создавать деньги». Таким образом, любое увеличение активов Центробанка носит инфляционный характер. В отличие от этого кредиты коммерческих банков новых денег не создают, и поэтому их природа не инфляционна» [9, с. 11]. Проще говоря, нет центрального банка — нет проблем с инфляцией, как считал Ф. Хайек, предлагая перейти на частные деньги. Опыт Аргентины, закончившийся в 2001 г. социально-политическими беспорядками, показал, что реформирование национальной денежной системы на основе принципа введения «частных денег» углубляет экономические кризисы, создает общенациональные финансово-экономические риски.

На самом деле, для разгона инфляционных процессов принципиально важно не то, что центральный банк (в том числе ФРС США) создает деньги, а то, как они встраиваются в воспроизводственный процесс в условиях глобальной экономики. Именно от того, как распределяется денежная масса, какие сферы (товарно-денежную, денежно-кредитную или финансовую) она наполняет, зависит хозяйственная деятельность и инфляция.

Если долларовая денежная масса остается на внутреннем рынке, то тут (как обычно говорят опытные квартирные барыги) *возможны варианты*, причем варианты прямо противоположной векторной направленности:

- один вариант — негативный — дополнительная денежная масса остается на внутреннем рынке реальных товаров, работ и услуг, что однозначно ведет к инфляции, повышению цен на реальные товары, работы, услуги.
- другой вариант — позитивный, охарактеризованный еще Джоном Ло, — дополнительно эмитированная денежная масса поступает на финансовые рынки, вызывает рост курса акций, привлеченных средств банков, пенсионных и страховых фондов. Рост курса акций, объемов кредитных ресурсов не только никогда и никем не воспринимался в качестве проявления инфляции. Как любил повторять профессор экономического факультета Ленинградского (Санкт-Петербургского) государственного университета Андрей Андреевич Демин (1925–2011), фондовая биржа — это тот барометр, по которому акулы империализма сверяют свою бизнес-стратегию. Растут биржевые индексы — значит растут инвестиции, экономика в целом развивается в правильном направлении.

Если долларовая денежная масса выплескивается на внешний рынок, то это наилучший вариант развития событий для США. Длительное время экономисты, явно или неявно разделявшие воззрения меркантилистов, печалились об отрицательном внешнеторговом балансе США. И напрасно! Если дополнительная долларовая денежная масса поступает на внешний рынок, то это **напрямую стимулирует** даровые инвестиции и внутренний экономический рост в стране — производителе мировой валюты, поскольку позволяет за счет печатного станка привлекать дополнительные факторы производства во внутреннюю экономику.

Привлечение и использование долларов США во внешней экономике открывает мировые рынки. В чем состоял финансовый механизм так называемого японского экономического чуда, рекордного роста японской экономики с середины 1950-х до нефтяного кризиса 1973 года? Суть его кроется не в исходной дешевизне рабочей силы и низкой себестоимости продукции (которая первоначально отличалась крайне низким качеством), не в американской оккупации и демилитаризации экономики. Только благодаря тому, что США открыли для Японии свои внутренние рынки, позволили ей привлекать доллары, в том числе за счет займов, Япония смогла осуществлять поддержку экспортных отраслей, устанавливать низкие налоги, закупать патенты и лицензии в значительных масштабах, осуществить научно-технический прорыв, повысить качество продукции. Всё остальное — политическая стабильность, взаимное

доверие верховной власти и большого бизнеса, пожизненная занятость, активное профсоюзное движение, объединение товаропроизводителей в группы — абсолютно производно. Что и доказали последующие события. Как только США, поощряя экономическую дружбу с Китаем против СССР, сократили для Японии возможности использования внешних рынков, так японское чудо стало сдуваться прямо на глазах. С начала 1990-х экономика страны фактически стагнирует. Её уже обогнал Китай, догоняют Германия и Индия. Не дремлют малые азиатские драконы. Сегодня фактически США осуществляют внешнее управление в Японии. Любое политическое послушание может привести к закрытию финансовых потоков, экспорта автомобилей и тогда «непотопляемый авианосец США» прочно сядет на экономическую мель.

Рассмотрение проблемы встраивания дополнительной денежной массы в национальную экономику позволяет скорректировать общепризнанные подходы к определению инфляции вследствие прямо противоположной векторной направленности влияния процесса количественного смягчения.

Да, по-прежнему инфляция — это денежный феномен. Он может быть спровоцирован, в том числе, кредитно-депозитными операциями коммерческих банков.

Нет, очевидно, что инфляция ни в коем случае не может отождествляться с денежной эмиссией центрального банка.

Но инфляция — это такой денежный феномен, который проявляет себя ограниченно, а именно на рынках реальных товаров и услуг, что проявляется в падении покупательной способности не всей эмитированной денежной массы, а той её части, что становится доходами реального сектора экономики. Соответственно образом должно проводиться измерение инфляции и выработаться меры борьбы с ней.

Вторая стена — государственный долг. Кризисные описания государственного долга США — одна из самых частых тем исследований советских и российских экономистов [5].

Обычно, когда говорят о беспрецедентно огромном государственном долге США (рис. 1), **недооценивают** его масштабы.

Как следует из рис. 1, почти \$29 трлн составляет только федеральная часть государственного долга, долг центрального правительства. Но есть еще долги отдельных штатов, муниципалитетов. В результате, консолидированный государственный долг, по нашим оценкам, приблизительно в 6 раз превышает размеры федерального государственного долга. Если федеральный госдолг превышает ВВП страны в 1,25 раза, то консолидированный госдолг превышает ВВП в 8 раз! Государственные долги США настолько велики, столь явно неоплатны, что уже не раз вставал вопрос о применении института банкротства в отношении отдельных муниципальных образований.

Очевидно, что данная стена финансовой пирамиды способна рухнуть под собственной тяжестью, что называется, в любой момент. Тогда что её удерживает?

На сегодняшний день есть четыре значимых фактора, позволяющих не только поддерживать текущие государственные долги, но и наращивать их. Первый: госдолг номинирован в валюте, эмиссию которой монетарные власти полностью контролируют; эмиссионный механизм допускает возможность

в любой момент формально рассчитаться по номинальным долгам. Второй: основная доля держателей консолидированного госдолга приходится на внутренних кредиторов. То есть американцы в основном должны сами себе. Третий: крайне низкие и даже отрицательные процентные ставки. В результате стоимость обслуживания государственного долга является сравнительно малой величиной. Четвертый: положительная кредитная история (в отличие, напомним, от кредитной истории современной России), доверие со стороны кредиторов к экономической системе страны. Учитывая эти факторы, монетарные власти США руководствуются вполне здравым принципом: если в долг дают, почему бы не взять?

Каковы важнейшие факторы риска дальнейшего наращивания госдолга с целью стимулирования выхода из кризиса, спровоцированного пандемией? Здесь следует вспомнить «систему Джона Ло». Кредитно-финансовая пирамида, построенная Дж. Ло, стала разваливаться тогда, когда денежная масса стала перетекать с финансовых рынков на рынки реальных товаров и услуг. А когда в массовых масштабах все игроки будут заинтересованы для сохранения покупательной способности в стремительной трансформации кредитно-финансовых активов в активы реальные? При чрезмерно энергичной работе эмиссионного механизма и быстром нарастании инфляционных ожиданий. Поэтому смертельную опасность для любой организованной государством кредитно-финансовой пирамиды представляет инфляция в различных её проявлениях.

Даже в том случае, если количественное смягчение произошло, трансмиссионный механизм не действует моментально, рынки реальных товаров не наполняются по щелчку пальцев. Требуется значительное время для наращивания производства и импорта. В результате уже сейчас «вертолетные деньги» и низкие процентные ставки вызвали в США товарный дефицит, спровоцировали значительный рост арендной платы и цен на вторичном рынке жилья, автомобилей.

Кроме того, еще президент Трамп стал закрывать границы законодательно (например, запрет на въезд иностранных граждан, состоявших в коммунистических организациях, что прежде всего коснулось китайцев) и физически (частично построенная американо-мексиканская «стена Трампа» доходит до 4,5 метров в высоту) для дешевой иностранной рабочей силы. Несмотря на приход администрации Байдена, пандемия, а в настоящее время идёт уже её четвертая волна, объективно усилила тенденцию отгораживания не только от соседей (Мексика и Канада), но и от остального мира за счет сокращения пассажирских авиаперевозок. Приток рабочей силы через мексиканскую границу иссяк, своим малоимущим деньги раздали — в результате стало просто некому работать на низкооплачиваемых (по понятиям граждан США) и непрестижных работах. Стал набирать силу процесс внутренней миграции рабочей силы из отраслей с низкой заработной платой в отрасли с более высокой заработной платой.

Отметим, возвращаясь на родину, мигранты вывозят из США доллары, сокращая тем самым денежную базу, стабилизируя товарные рынки. Возвращаясь на родину из России, мигранты вывозят не рубли, а доллары и евро, что сокращает валютную обеспеченность рубля и, соответственно, усиливает

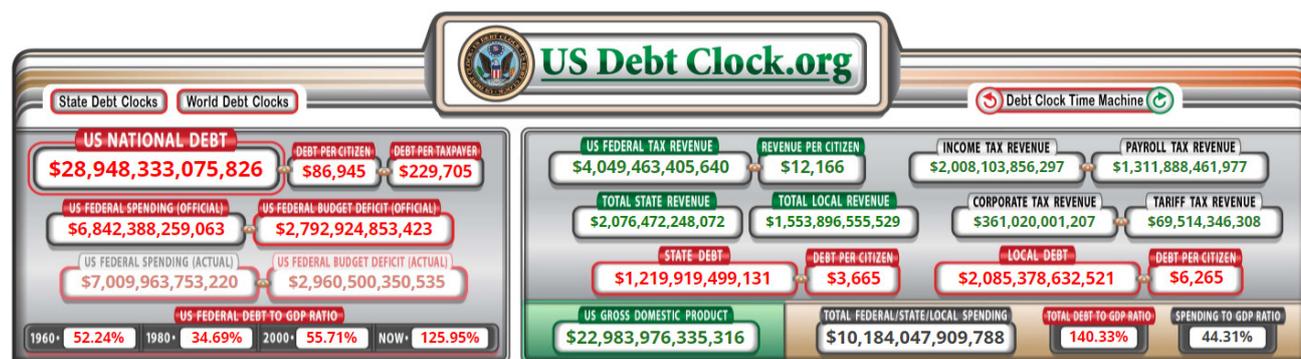


Рис. 1. Таймер государственного долга США, 07.11.2021

Источник: <https://usdebtclock.org/> (дата обращения 7 ноября 2021)

инфляционные процессы. Один и тот же процесс — либеральное валютное законодательство — имеет совершенно различные последствия для финансовых рынков США и России.

Крайне низкие и даже отрицательные процентные ставки — могут быть явлением временным. Спровоцированный инфляцией рост процентных ставок неизбежно приведет к росту бремени обслуживания государственного долга. Теоретические исследования в отношении величины процентных ставок по облигационным займам, способные обрушить государственный долговой рынок, отсутствуют. Эмпирически можно предположить, что при денежно-кредитной политике, направленной на таргетирование инфляции в районе 2%, стоимость привлечения облигационных займов уже под 7% станет предельной величиной, после которой дефолт окажется неизбежным.

Вызывая рост инфляции, они способны проломить одну из стен кредитно-финансовой пирамиды — систему государственных займов.

Таким образом, неоплатные государственные долги — крайне ненадежная стена, требующая постоянного присмотра со стороны монетарных властей.

Третья стена — финансовый капитал крупнейших компаний мира, представленный на фондовом рынке США. Финансовый капитал крупнейших компаний мира, представленный на фондовом рынке США, является самой крепкой «стеной» кредитно-финансовой пирамиды, встроенной США в глобальную экономику. В период пандемии эта стена укреплялась и наращивалась за счет таких факторов, которые могли расцениваться и в качестве положительных, и в качестве отрицательных факторов по отношению к другим «стенам»:

- «вертолетные деньги», вызвавшие упадок рынков реальных товаров, благотворно сказались на притоке средств на фондовый рынок;
- 31 января 2020 года состоялся брекзит, выход Великобритании из Евросоюза, что уменьшило значимость Лондона как мирового финансового центра, конкурента Нью-Йорка в этом статусе;
- локдауны, введшиеся во многих странах мира, привели к развитию удаленной работы. В результате вырос спрос на продукты и услуги компаний технологического сектора, электронной коммерции и безналичных платежей, фармацевтики и гигиены, производителей вакцины против COVID 19, сосредоточенных в США. Кому пандемия — война, кому — мать родна. Вместе со спросом увеличилась прибыль и рыночная стоимость Apple, Microsoft, Amazon, Facebook, Pfizer, Johnson & Johnson, Moderna, Visa и др.

В принципе, фондовый рынок США может принять и фактически принимает безграничный объем долларовой денежной массы, что способствует его росту. На долю США приходится более половины объема мирового фондового рынка (см. рис. 2).

Доминирование фондового рынка США в мире обусловлено тем, что ценные бумаги ведущих мировых компаний торгуются именно на американских биржах, получающих и значительные доходы от IPO. США остаются самым привлекательным местом для трансграничного листинга. Листинг иностранных компаний в США популярен ввиду более дешевой стоимости привлечения капитала, наличия более широкой базы акционеров, а также ввиду большей ликвидности и престижа. Рынки капитала США также имеют четко определенную и ясную нормативную базу по сравнению с другими рынками.

Четвертая стена — транснациональные кредитно-финансовые институты страны. Доминирующими институтами на глобальном кредитно-финансовом рынке являются банки, страховые компании и пенсионные фонды. Они позволяют привлечь внешние ресурсы для развития национальной экономики, поддержать внешнеторговую экспансию.

В США создание системы страхования банковских вкладов, развитие системы страхования в целом способствовали развитию склонности к накоплению со стороны населения. Отметим также, что склонность к накоплению обусловлена пенсионной системой. Каждый гражданин сам накапливает свой пенсионный капитал, на который распространяются, в частности, права наследования.

Каковы позиции транснациональных кредитно-финансовых институтов США на глобальном кредитно-финансовом рынке? С начала XXI века они оказались значительно подорваны. Например, по данным журнала The Banker, десятку крупнейших банков мира прочно возглавили четыре банка КНР. Китайская банковская система вдвое прибыльнее американской и почти в шесть раз прибыльнее зоны евро (соответственно 348, 173 и 61 млрд USD). The Banker отмечает падение глобальной прибыльности мировой банковской системы в период пандемии, в 2021 г. на 19,2% — до 936 млрд USD. Это значительно уступает показателю 2020 г. (1,25 трлн USD). Однако изменения происходили крайне неравномерно. В 2021 г. банковская прибыль продолжала в Китае расти (на 5,2% в годовом исчислении), в то время как она упала на 31,5% в США и на 41,8% в Западной Европе [13].

Таким образом, четвертая стена — транснациональные кредитно-финансовые институты США — оказывается самой слабой. Именно «пролом» в этой стене способен привести Китай к завоеванию Америки.

Восприимчивость негативных последствий пандемии монетарными властями США

По словам Нормана Пауэлла, нынешнего руководителя ФРС США, пандемическая рецессия США является самой короткой, но вместе с тем самой глубокой за всю историю наблюдений: за первые два месяца 2020 г. она привела к перемещению примерно 30 млн работников. Снижение объема производства во II квартале 2020 г. было в два раза больше полного снижения во время Великой рецессии 2007–2009 гг. Экономический спад не обрушился одинаково на всех американцев, и те, кто меньше всего способен нести это бремя, пострадали сильнее всего [24].

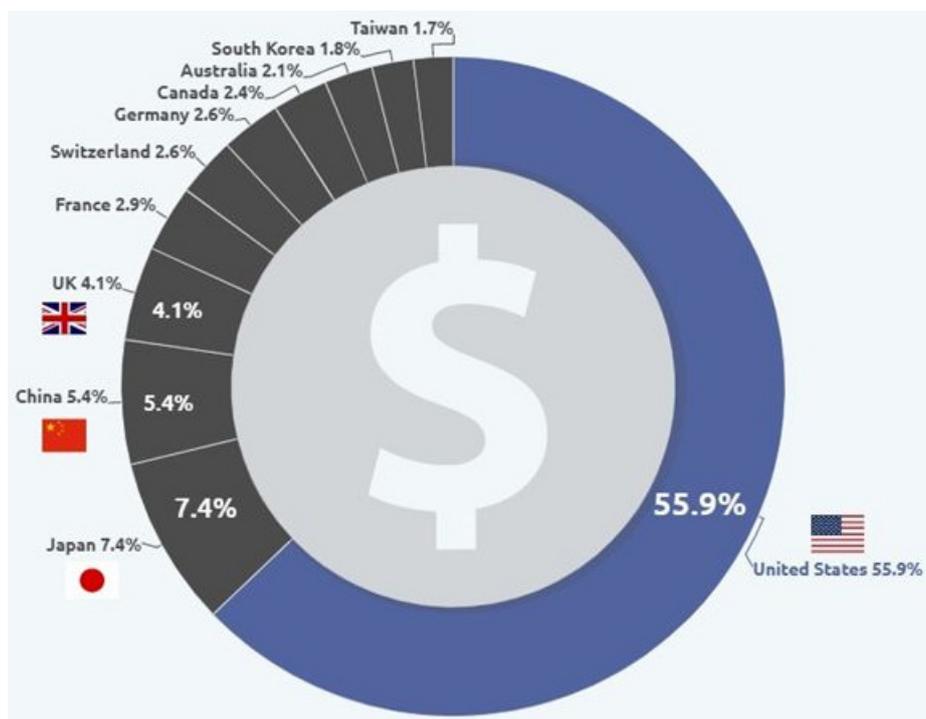


Рис. 2. Доля национальных рынков в мировом фондовом рынке, январь 2021 года, %
Источник: [14]

После появления некоторой положительной динамики, вызванной политикой восстановления и поддержания ФРС США, уже можно сделать некоторые выводы по проделанной работе этого органа. Из отчета Пауэлла можно понять, что темпы восстановления превысили ожидания, при этом объем производства превысил свой предыдущий пик всего за четыре квартала, что менее чем в два раза меньше времени после Великой рецессии. Как это обычно бывает, восстановление занятости отстало от роста производства; тем не менее прирост занятости также произошел быстрее, чем ожидалось. Но можно ли оценивать меры, предпринятые ФРС США, как положительные в долгосрочной перспективе?

С учетом того, что в краткосрочном периоде можно выделить действительно успешные меры по поддержке экономики, важно осознавать их последствия и в долгосрочной перспективе — именно поэтому данная работа несёт под собой высокую степень актуальности. Теперь определим, каковы ключевые направления, по которым работала ФРС США в рамках кризиса, вызванного пандемией, а затем попытаемся дать прогноз относительно ключевых последствий, которые могут возникнуть в долгосрочной перспективе в силу тех мер, которые были приняты ранее.

Отсутствие инфляционного давления. ФРС США в течение многих лет просто не рассматривало рост инфляции за проблему, ссылаясь только лишь на то, что это временное явление или ни что иное как статистическое завышение вследствие эпидемии. Так, Пауэлл в отчете ФРС заявил, что пик был вызван исключительно небольшой группой товаров и услуг, которые были непосредственно затронуты пандемией и возобновлением экономики. Например, товары длительного пользования внесли около 1 процентного пункта в последние 12-месячные показатели общей и базовой инфляции. Цены на энергоносители, которые достаточно медленно приходят в себя, добавили еще 0,8 процентного пункта к общей инфляции. Экономисты ФРС США ожидали, что инфляционные последствия этого повышения будут временными. Приводя примеры с тем, что многие цены, наоборот, резко снизились во время рецессии, например, билеты на самолет и гостиничные номера, и в следствии их резкого восстановления, добавили несколько процентных пунктов к общему результату оценки инфляции. ФРС США, приводя подобные данные в отчетах, пыталась сбить давление среди населения и показать, что рост цен — временное явление, которое отражается в статистических показателях некорректно, отказываясь от излишнего давления на инфляцию.

Пауэлл выделял несколько ключевых факторов, из-за которых инфляция была завышенной на статистических показателях. Неравномерность восстановления в дальнейшем можно будет увидеть через призму отраслевых расходов на товары — особенно товаров длительного пользования, таких как бытовая техника, мебель и автомобили — и от обслуживания, особенно в услуги с обязательным человеческим взаимодействием в таких областях, как путешествия и отдых. С началом пандемии питание в ресторанах сократилось на 45%, авиаперелеты — на 95%, визиты к стоматологу — на 65%. В целом, расходы на услуги остаются примерно на 7% ниже прогнозов ФРС. Общая занятость на начало сентября 2021 г. была на 6 млн ниже уровня февраля 2020 г., причем 5 млн из этого дефицита приходится на все еще находящийся в депрессии сектор услуг. В условиях, когда спрос превышает предложение, пострадавшее от пандемии, рост цен на товары длительного пользования является основным фактором, повышающим инфляцию значительно выше цели ФРС в 2% [24].

В мае 2021 г. Ричард Кларид, заместитель председателя ФРС США, выступая на мероприятии, организованном Национальной ассоциацией экономики бизнеса (NABE) в Вашингтоне, заявил, что его удивили апрельские данные об инфляции в США [4]. По его словам, если спрос продолжит превышать предложение, и инфляция поднимется выше 2%-ого целевого показателя ФРС, то регулятор незамедлительно примет меры. Однако он ожидает, что рост потребительских цен в условиях возобновления экономической активности будет временным.

Индекс CPI в апреле 2021 г. увеличился на 0,8% относительно предыдущего месяца — рекордный подъем с июня 2009 года.

Эксперты ожидали повышения всего на 0,2%. В марте показатель вырос на 0,6%. В мае инфляция в США взлетела уже до 5% в годовом выражении. А базовый индекс потребительских цен, не включающий волатильных товаров, таких как энергоносители и продукты питания, прибавил 3,8% по сравнению с прошлым годом — максимум с июня 1992-го. Подорожало все: автомобили, техника, мебель, авиабилеты, одежда, продукты. Для анализа взяты показатели US CPI Urban Consumers — индекс потребительских цен для всех городских потребителей, а второй показатель — US CPI Urban Consumers less food & energy — тот же показатель, только за исключением наиболее краткосрочных товаров (еды) и электроэнергии (см. рис. 3).

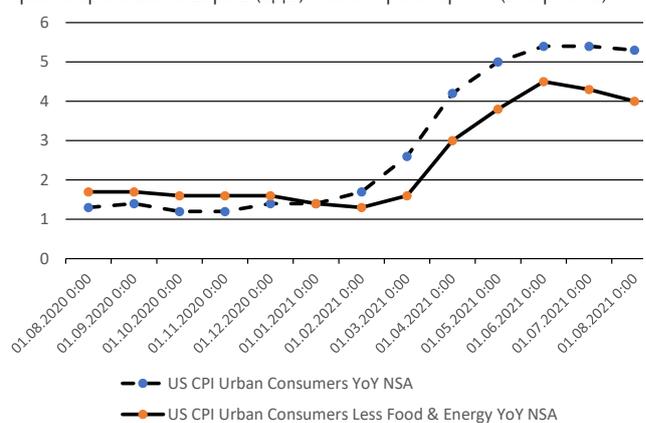


Рис. 3. Динамика индексов потребительских цен (CPI) в период пандемии, %.

Источник: [24]

Отдельное внимание следует уделить инфляции на товары длительного пользования. Так, указав на то, что многие потребители откладывали свою покупательскую способность на более поздний срок, в большей степени мы имели в виду именно спрос на товары длительного пользования. Пауэлл в качестве примера инфляции подобного рода указывал поддержанные автомобили. Действительно, рост спроса и дальнейший рост цен на них был вызван потребностью в мобильности, однако пик подобного рода возник только в апреле 2021 года, в период, когда начинали появляться признаки сглаживания финансового кризиса (рис. 4). В то же время, сейчас рост цен на товары длительного пользования не спадет из-за как раз таки эффекта отложенного спроса, тем самым подталкивая инфляцию на те товары, которые ФРС США считала популярными из-за временных обстоятельств, к дальнейшему росту.

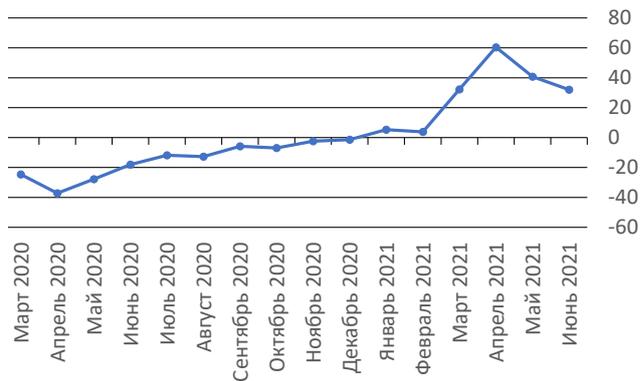


Рис. 4. Динамика новых заказов на товары длительного пользования в период пандемии в США, %

Источник: [24]

Экономисты Всемирного банка уверяют, что большинству стран, применяющих таргетирование инфляции (в том числе России), беспокоиться не о чем: показатель удастся вернуть в границы целевого диапазона. Однако в США ситуация иная, в направлении таргетирования инфляции в 2021 году Федеральная резервная система бездействует (см. рис. 5).



Рис. 5. Годовые темпы инфляции в США, 2011–2021 годы

* За 2021 год показаны данные по инфляции за 12 месяцев (октябрь 2020 — сентябрь 2021), согласно данным Бюро статистики труда Министерства труда США, опубликованным 13 октября 2021 года.

Источник: [21]

Экономика США, как ожидают в Moody's, вырастет на 5,4% [23], то есть на величину инфляции.

Два фактора предопределили нарастание инфляции: колоссальные вливания в экономику «вертолетных денег» и накопленные гражданами США сбережения, которые они начали с высокой скоростью тратить. С первым фактором все более-менее понятно — на антикризисные меры с начала пандемии американские власти уже потратили от шести до девяти триллионов долларов, запустив печатный станок на полную мощность, а с приходом Джо Байдена экономика страны получила еще почти два триллиона. Это был гигантский пакет стимулов, главным образом социальных. Второй фактор не так очевиден, ведь в рамках подобной ситуации вливания в основном были нацелены на защиту наиболее пострадавших из-за эпидемии слоев населения, но монетарные власти не совсем продумали последствия для тех, кто в подобных средствах не нуждается. Из-за подъема цен многие граждане откладывали момент покупки тех или иных товаров и услуг и, дождавшись более-менее стабильного момента в экономике, когда появилось «визуальное ощущение восстановления», отложенный спрос вылез наружу, поднимая показатель инфляции и его прогнозные значения еще выше, чем даже те оценки, которые считались наиболее критичными и маловероятными.

Такой высокой инфляции в США не было с начала глобального финансового кризиса 2007–2009 годов. Но ФРС отказывается ужесточать монетарную политику. Deutsche Bank, ведущий национальный банк зоны евро, обоснованно полагает, что такая пассивная политика ничем хорошим не закончится. Эта бомба замедленного действия угрожает всей мировой экономике. Многие экономисты утверждают, что нынешний уровень инфляции в США не является предельным, и, судя по ситуации, складывающейся на сегодняшний день, эти оценки более чем объективны.

Деятельность ФРС США по поддержанию уровня заработной платы. В краткосрочном периоде расширение денежной массы подстегнуло и экономический рост, и инфляцию, вызвало увеличение банковских вкладов. В долгосрочном периоде это может породить острое социальное противоречие: необходимость как индексации заработных плат, так и их замораживания.

ФРС США сделало достаточно много отчетов, связанных с отслеживанием роста заработной платы. Ключевым требованием к этому показателю является то, что он должен быть выше роста инфляции. До определённого момента ФРС США удавалось сдерживать тенденцию роста инфляции за счет большего повышения уровня зарплат. Но в настоящее время удерживать данный уровень становится если не невозможно, то крайне тяжело.

Динамику уровня заработной платы отслеживали по показателю «The Atlanta Fed's Wage Growth Tracker» — индикатор

роста заработной платы ФРС Атланты, который является показателем номинального роста заработной платы физических лиц. Он построен с использованием микроданных текущего обследования населения (CPS) и представляет собой среднее процентное изменение почасовой заработной платы отдельных лиц, наблюдаемое с интервалом в 12 месяцев. В то же время для анализа эффекта от деятельности ФРС по поддержанию и росту уровня заработной платы представлен индекс потребительских цен за тот же период (см. рис. 6).

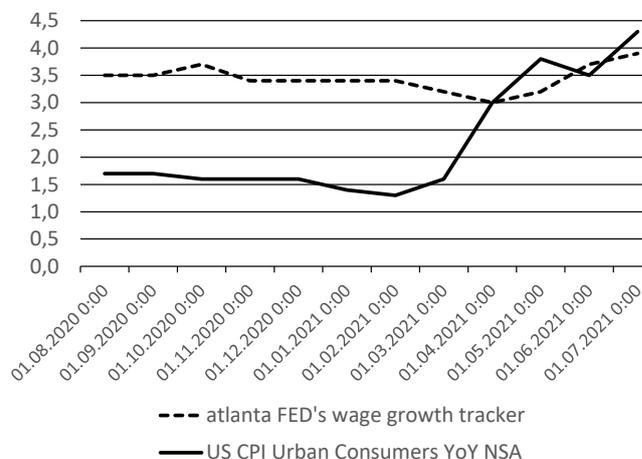


Рис. 6. Динамика роста зарплат к росту инфляции в США в период пандемии, %

Источник: [24]

Из рис. 6 можно сделать однозначный вывод о том, что, начиная с апреля 2021 г., задача ФРС США по поддержанию уровня заработной платы не выполнялась. Этому способствовали многие факторы, на которые непосредственно влияли и сами граждане. Так, например, если проанализировать рынок труда США, то проявится тенденция разделения кадров на тех, кто работает удаленно, и тех, кто работает непосредственно в офисе. Такую тенденцию запустили руководители многих корпораций, в том числе такие гиганты, как Google. Сотрудники Google в США, которые во время пандемии предпочитают работать из дома на постоянной основе, могут столкнуться с сокращением заработной платы. Технологический гигант разработал «калькулятор оплаты труда», который позволяет сотруднику увидеть последствия удаленной работы или переезда из офиса. Такое явление породило спрос на средства передвижения, которые входят в категорию товаров длительного пользования. Люди под воздействием страха и риска остаться без доли дохода тратили либо накопленные за период эпидемии отложенные средства, либо использовали те, что были выданы государством, тем самым разгоняя инфляцию на товары длительного пользования. Это оставило значительную долю граждан США без сбережений [12] и вместе в тем расширило простор для деятельности кредитных организаций. Кредитно-финансовый рынок в отдаленной перспективе столкнется с парадоксальной ситуацией: количественные смягчения способны надуть кредитный пузырь — граждане и фирмы еще больше влезут в долги. Кто способен их выручить в данной ситуации? Набирающие силу китайские банки?

Другим примером кризисной ситуации на рынке труда стало то, что многие работодатели тех сфер, на которых удаленная работа в принципе невозможна, начали диктовать условия своим сотрудникам, откладывать выплаты или вовсе значительно сокращать штат. Такое явление касается всех компаний — коммерческие и государственные организации не могли сохранять весь свой штат даже при некоторой поддержке со стороны государства и ФРС соответственно (рис. 7). На момент пика апреля 2020 года США столкнулась с рекордными показателями безработицы: заявки о получении пособия по безработице отправили почти 17 млн чел. Это абсолютно уникальный случай в истории Соединенных Штатов. Для сравнения, предыдущий пик безработицы, пришедший на кризис 2008 года, оставил без работы 11 млн человек [6].

Анализ проводился для двух ключевых показателей безработицы в США: U-3 US unemployment rate total — официальный уровень безработицы в соответствии с определением Международной организации труда (ситуации, когда люди остаются без работы, причем они активно искали работу в течение последних четырех недель) и U-6 US unemployed & part time & margin — тот же показатель, но включающий еще статистику по безработице среди маргиналов и работающих только часть рабочего дня.

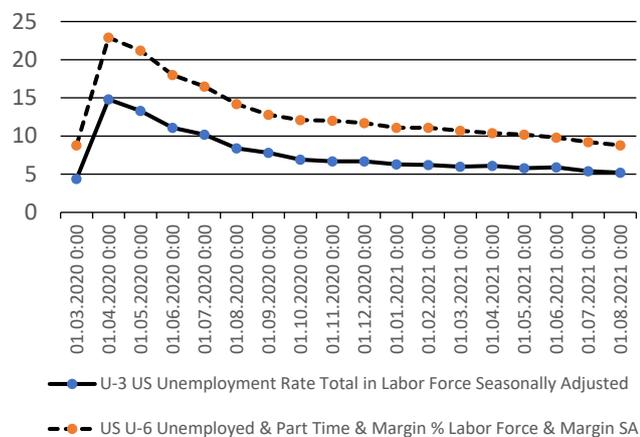


Рис. 7. Уровень безработицы в США в период пандемии, %
Источник: [24]

Как и полагается поступать в подобных ситуациях, ФРС США начала прорабатывать меры по поддержке наиболее пострадавших групп населения, в том числе инструментами монетарной политики. В данном аспекте также не обошлось без рекордных цифр. Так, в апреле 2020 г. на борьбу с пандемией коронавируса COVID-19 США выделила \$6 трлн — четверть ВВП страны. Из них \$4 трлн выделил Федеральный резерв, \$2 трлн составила прямая помощь. Всего с начала пандемии было потрачено около \$11 трлн, в том числе после прихода Джо Байдена \$2 трлн. Ведущие экономисты европейских банков прогнозировали, что подобными мерами ФРС США способно сильно «перегреть экономику». Впрочем, такой прогноз несложен. Он и реализовался: в попытке поддержать население выплатами, власти США подстегнули инфляцию, фактически снизив покупательную способность граждан с учетом поступивших денежных средств, если не к тому же, что была до выплат, то к близкому значению. Тем самым борьба с безработицей и меры по поддержанию уровня жизни населения ФРС, возможно, спровоцировали разрастание очень весомого инфляционного навеса. Одновременно денежный прилив резко увеличил федеральный госдолг, примерно на четверть. Очевидно, что новые вливания в экономику уже не пойдут во благо: усилится нагрузка на бюджет, поднимутся цены из-за переизбытка денег без соответствующего предложения товаров и услуг. В настоящий момент США очень близки к ситуации, которая в макроэкономике называется «ловушка ликвидности». Доллар дешевеет, теряя привлекательность для инвесторов. За 2020 год относительно евро он упал с 0,8934 до 0,8149 — почти на девять процентов, а в 2021 г. может просесть еще на пять-семь процентов. В результате монетарные власти не имеют инструментов для стимулирования экономики ни через понижение процентных ставок, ни через увеличение денежного предложения.

В то же время стоит признать, что первые вливания денежных средств со стороны ФРС США спасли значительную часть населения от тяжелейшего положения. Выплаты были очень важны для тех групп населения, которые больше всего пострадали в самый разгар пандемии. Однако последующие выплаты привели к сильному росту инфляции и понижению покупательной способности тех денежных средств, которые накопились у значительной доли американцев благодаря отложенному спросу. Многие отголоски политики вливаний чрезмерного капитала в экономику будут осознаны только через продолжительное время.

Прогноз последствий политики ФРС США в долгосрочной перспективе. ФРС в своей политике ориентируется на две основные цели — достижение уровня полной занятости на американском рынке труда и стабильную инфляцию в США на уровне 2%. Как мы убедились, и с тем, и с другим компонентом возникли проблемы уже в краткосрочном периоде. Достаточно долгое время ФРС США стремилась просто выжидать, ссылаясь на некорректность подсчета темпов инфляции и уровня безработицы просто в силу того, что динамика этих показателей предстает временным и носящим характер некоторой «вспышки» явлением. Как бы то ни было, но такая политика привела лишь к тем последствиям, которые были охарактеризованы ранее. Но самое важное, на чем хотелось бы заострить внимание на данный момент, — это оставшийся инструментарий ФРС США на сегодняшний момент.

ФРС загнала себя в ситуацию, когда та политика, которую она может применить сейчас, носит достаточно ограниченный характер. Так, самый простой инструмент стимулирования экономической активности населения — дополнительная выплата денежных средств, очередное количественное смягчение — оказывается невозможным в силу того, что в стране разогнана инфляция до очень высокого показателя. «Вертолетные деньги», которые выдавались в безумно больших объемах, повлияли также на то, что ставка ФРС США в размере 0–0,25%, призванная разогнать экономическую активность общества, не вызывает достаточного доверия из-за высокого уровня инфляции. Люди начинают откладывать спрос в очередной раз, но теперь уже не из-за того, что они не знают, как и где найти источник финансирования своих потребностей, а из-за того, что цены «перегреты».

Инструментарий для борьбы с последствиями, вызванными эпидемией, не просто ограничен, — многие проблемы только начинают проявлять себя. Следует обратить внимание на то, что ФРС полностью отрицает крайне тревожную тенденцию — формирование глобального пузыря на фондовом рынке. Поддерживая сверхнизкие процентные ставки и продолжая увеличивать свой баланс на \$120 млрд в месяц, когда стоимость акций почти на исторических максимумах, ФРС рискует еще больше перегреть финансовые рынки и рынки реальных товаров и услуг. Не забываем, что все это происходит на фоне беспрецедентного увеличения госдолга.

Ключевыми аспектами, на которые нужно будет обратить внимание ФРС США впоследствии — это либо расширение инструментария воздействия на экономику, что на сегодняшний момент представляется тяжело реализуемой задачей, либо — другой вариант — пересмотр целей политики ФРС. С инфляцией и ее уровнем центральный банк США традиционным инструментарием справиться не сможет, опять же благодаря разрушительному влиянию «вертолетных денег», а занятость, хоть и начинает восстанавливаться, но все равно оставляет желать гораздо лучшего.

Однако есть еще один компонент, который учитывается в прогнозах крайне мало. В долгосрочной перспективе он является ключевым — это не экономический, а социальный фактор, выраженный влиянием эпидемии на общество в целом. На сегодняшний день США среди развитых стран мира — наиболее пораженное в демографическом плане государство. Население столкнулось с тем, что социально-экономическое положение не может быть выправлено от последствий эпидемии, так как пособия по безработице теряют свою покупательную силу из-за высокой инфляции, а у работающего населения доходы падают из-за снижения возможностей работодателей. И если высокооплачиваемые работники способны купить дорогую страховку для семьи и получить по ней налоговый вычет, то малообеспеченное население при отсутствии обязательного социального и медицинского страхования оказывается подвержено чрезмерно высокому демографическому риску.

Таким образом, как минимум три перечисленных ключевых фактора станут «головной болью» для ФРС США в последующие несколько лет.

Выводы.

Изучать опыт проведения денежно-кредитной политики, проводимой Федеральной резервной системой США необходимо. Но, вместе с тем, надо понимать, что этот опыт как целостное явление совершенно не применим в России.

В период 2020–2021 годов ФРС добилась некоторого ослабления финансово-экономических и социальных последствий, вызванных эпидемией COVID-19. Но в тоже время избранный курс в рамках борьбы с экономическими последствиями коронакризиса уже принес очевидные отрицательные результаты. На данный момент ФРС США находится в полной неопределенности: эпидемия не спадает даже после ввода в общий доступ вакцины, а применяемый инструментарий в борьбе с последствиями эпидемии оказался явно ограничен. Ключевое, на что хочется обратить внимание, — это то, что объем розданных «вертолетных денег», по мнению многих экономистов, еще не в полной мере отразился в качестве экономического негатива: последствия от ввода в экономику такого большого объема денежных средств будут продолжать проявляться.

При отсутствии экономических инструментов, должны быть разработаны политические инструменты выхода из кризиса.

А может есть такое испытанное политическое средство, которое способно улучшить ситуацию на финансовых рынках США? На наш взгляд, да. Это средство должно привести к расширению денежной базы с таким расчетом, что она перетечет из внутренней экономики на внешние рынки. Такое уже происходило неоднократно. Например, распад Совета экономической взаимопомощи и СССР привели к тому, что расчеты между бывшими социалистическими странами и бывшими республиками Советского Союза стали проводиться в долларах США, что расширило эмиссионный потенциал ФРС США. Внутри этих стран в условиях гиперинфляции цены устанавливались в долларах, накопления с целью сохранения покупательной способности осуществлялись в долларах и т.д.

Однако в начале XXI века у доллара появился конкурент — евро (см. табл. 2).

С одной стороны, в мире проявляется тенденция к отказу от доллара как средства международных платежей в рамках региональных интеграционных группировок. Так, в рамках Евразийского экономического союза доля расчетов в национальных валютах уже составляет 75%. С Китаем у нас этот по-

казатель достиг 25%. Кроме того, доля рубля в обслуживании российского экспорта в Индию выросла до 60%, а в торговле с Турцией доля рубля в обслуживании импорта превысила 30% [15]. Но вместе с тем целенаправленно бороться с китайским юанем, британским фунтом или канадским долларом не имеет смысла: по малому бить — кулак отобьешь.

Таблица 2

Доли валют при осуществлении международных платежей, % (данные SWIFT)

Валюта	Июль 2020 года	Июль 2021 года
Доллар США	43,58	42,63
Евро	36,75	36,74
Японская иена	4,10	4,08
Британский фунт	3,96	4,14
Канадский доллар	2,07	2,07
Австралийский доллар	1,40	1,40
Китайский юань	1,22	1,24

Источник: [8].

А вот в (гипотетическом) случае распада зоны евро именно США сорвут крупный куш. Для этого надо всего лишь резко обвалить курс евро, а затем стимулировать нарастание его волатильности в течение не более года. Государства-должники зоны евро быстро подхватят эту тенденцию, поняв свою выгоду. Тогда доллар вновь станет единственной доминирующей глобальной валютой, в которой будут осуществляться не только расчеты между странами, фирмами и гражданами, но и накопления золотовалютных резервов государствами. Проблема бюджетного дефицита и огромного госдолга будет отложена на десятилетия, поскольку любая страна, эмитирующая резервную валюту, получает возможность извлекать эмиссионный доход при осуществлении внешнеэкономических операций в этой валюте.

И если бы правительство Ельцина, под видом рыночных реформ, не устроило в 1990-е годы череду финансовых катастроф (экспроприацию банковских вкладов в 1992 г., гиперинфляцию в 1992–1993 годах, дефолт в 1998 г.), то рубль вполне мог стать региональной резервной валютой, а Россия — получать сеньораж от его эмиссии.

Список использованных источников:

1. Владимир Путин принял участие в пленарной сессии XVIII заседания Международного дискуссионного клуба «Валдай». 21 октября 2021 года. — URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/66975> (дата обращения: 01.11.2021).
2. Первое заседание саммита «Группы двадцати». 30.10.2021. — URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/67040> (дата обращения: 01.11.2021).
3. Более 140 тысяч детей в США лишились родителя или опекуна из-за COVID-19. — URL: <https://www.interfax.ru/world/795972> (дата обращения: 05.10.2021).
4. В ФРС удивились росту инфляции в США. — URL: <https://www.interfax.ru/business/765693> (дата обращения: 06.10.2021).
5. Васильев В. Кризисное состояние Федеральной финансовой системы США // США и Канада: экономика, политика, культура. — 2021. — № 10. — С. 5–21.
6. Гуляев Д. В США началась рекордная безработица. — URL: <https://www.mk.ru/politics/2020/04/10/v-ssha-nachalas-rekordnaya-bezrabotica.html> (дата обращения: 06.10.2021).
7. Дембинская Н. Побили рекорд: инфляцию в США объявили угрозой мировой экономике. — URL: <https://ria.ru/20210621/inflyatsiya-1737620521.html> (дата обращения: 02.10.2021).
8. Доля доллара в международных расчетах — 2020. — URL: <https://zaimisrochno.ru/articles/5262-dolya-dollar-a-v-mezhdunarodnyh-raschetah-2020> (дата обращения: 01.11.2021).
9. Илларионов А. Природа российской инфляции // Вопросы экономики. — 1995. — № 3. — С. 4–21.
10. Ковалева Т. В. Пандемия COVID-19 и поддержка малого бизнеса в США: институциональные аспекты, инструменты и механизмы // Финансовые рынки и банки. — 2020. — № 2. — С. 32–35.
11. Ковалева Т. В. Пандемия covid-19 и значительно пострадавшие сектора экономики: механизмы поддержки в США // Финансовые рынки и банки. — 2020. — № 3. — С. 30–34.
12. Макарычев М. Корпорации США могут сократить зарплату сотрудникам на удаленке // Российская газета. 11.08.2021.
13. Макнайт Джой. Международный пресс-релиз: ведущие банки мира переживают пандемический шторм. — URL: <https://www.thebanker.com/Top-1000-World-Banks/International-Press-Release-World-s-top-banks-weather-pandemic-storm> (дата обращения: 01.11.2021).
14. На США приходится 56% общей стоимости мирового фондового рынка. — URL: <https://www.finam.ru/analysis/newsitem/nassha-prihoditsya-56-obsheiy-stoimosti-mirovogo-fondovogo-rynka-20210418-11000/> (дата обращения 12.08.2021).
15. Предпринимаем шаги по защите экономики. — URL: <https://russian.rt.com/business/article/846513-anatolij-aksakov-intervyu> (дата обращения: 01.11.2021).
16. Соколов Б.И., Топровер И.В. Капиталотворческие теории кредита (XVII — первая половина XIX вв.) // Проблемы современной экономики. — 2006. — № 3–4(19–20). — С. 449–459.

17. Соколов Б.И., Соколова С.В. Кризис-2020 и проблема поиска доминанты инвестиционного развития // Проблемы современной экономики. — 2021. — № 1(77). — С. 56–64.
18. Таиров Р. «Уникальное стечение обстоятельств»: фондовые рынки потеряли \$6 трлн из-за коронавируса // Forbes [официальный сайт], 28.02.2020. — URL: <https://www.forbes.ru/newsroom/finansy-i-investicii/394059-unikalnoe-stechenie-neblagopriyatnyh-obstoyatelstv-fondovye> (дата обращения: 06.10.2021).
19. Money Stock Measures. — <https://www.federalreserve.gov/releases/h6/default.htm> (дата обращения 01.11.2021).
20. Хазалия И.Д. Денежно-кредитная политика ФРС США в условиях COVID-19 // Economy and Business. — 2021. — Т. 3. — № 2. — С. 204–207.
21. Beige Book // BOARD OF GOVERNORS of the FEDERAL RESERVE SYSTEM, 2021. — URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook202109.htm> (дата обращения: 01.10.2021).
22. Current US Inflation Rates: 2000–2021. — URL: <https://www.usinflationcalculator.com/inflation/current-inflation-rates/> (дата обращения: 01.10.2021).
23. Moody's ухудшило прогноз роста ВВП G20 на 2021 год, повысило прогноз для России до 4,8%. — URL: <http://www.finmarket.ru/news/5582558> (дата обращения: 01.11.2021).
24. Powell, H. Monetary Policy in the Time of COVID // BOARD OF GOVERNORS of the FEDERAL RESERVE SYSTEM. — 27.08.2021. — URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20210827a.htm> (дата обращения: 01.10.2021).

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ: КОНЦЕПЦИИ, ПРИМЕНЕНИЯ

С.В. Котелкин,

доцент кафедры мировой экономики и международных экономических отношений
Санкт-Петербургского государственного экономического университета,
кандидат экономических наук
kotelkins@mail.ru

В статье представлены фундаментальные концепции, детерминирующие логику и поведение инвесторов в мультивалютные финансовые активы. Обозначены базовые каркасы их проявлений. Показана применимость их к принятию финансово-экономических решений участниками рынка, корпоративными менеджерами, правительственными финансовыми системами, хаусхолдами.

Ключевые слова: *финансовые и реальные инвестиции, риск-доходность, эффективная доходность, внутренняя рентабельность, выбор портфеля вложений*

УДК 330.145 ББК 65.291.572

Международные финансовые инвестиции (МФИ) — это сфера «профессиональных участников финансовых рынков» (дилеры, брокеры) [1]. Бизнес, власти, индивидуалы также участвуют в этих операциях (для размещения временно свободных денег). В статье представлены концептуальные основы, а также их использование в данном контексте.

Первым формализатором принципов инвестиций принято считать Д. Уильямса с «моделью дисконтирования дивидендов» (сейчас её называют моделью дисконтированных денежных потоков) [2].

Ранее Дж. М. Кейнс вербально изложил эту концепцию под названием «предельная эффективность капитала» [3].

Патриархами теории и практики капиталовложений принято считать Б. Грэма (Грэхема) и Д. Додда с их концепцией стоимостного инвестирования [4, 12]. Их ученик — У. Баффет (самый состоятельный, по версии журнала «Форбс», инвестор современности) — сторонник этой идеи на практике, а также в своих теоретических размышлениях [5, 13].

Концептуально принципы международных инвестиций (в т.ч., финансовых) представлены на Олимпе экономической мысли — в трудах «нобелиатов» [6]. Среди них:

* Д. Тобин — премия «за анализ финансовых рынков» (лауреат 1981 г.),

* Ф. Модильяни — «за анализ финансовых рынков и поведения людей в отношении сбережений» (1985),

* Г. Марковиц, М. Миллер, У. Шарп — «за пионерную работу в области теории финансового экономикса» (1990),

* М. Скоулз и Р. Мертон — «за новый метод по определению стоимости деривативов» (1997),

* Ю. Фама, Л. Хансен, Р. Шиллер — «за эмпирический анализ цен активов» (2013).

Ряд «нефинансовых» лауреатов исследовали инвестиции.

Я. Тинберген (1969 г.) в теории циклов (1930-е гг.) считал, что инвестиционные ожидания агентов рынка рациональны и мо-

гут описываться экономической моделью. Среди детерминант инвестиций ключевыми он считал полученные ранее прибыли (в противовес ожидаемым). Он выдвинул гипотезу и эмпирически показывал, что текущие биржевые цены могут неплохо использоваться для предсказания будущих котировок [7, 14].

Г. Саймон (1978), получивший премию за «пионерное исследование в области процесса принятия решений внутри экономических организаций», настаивал на принципе ограниченной рациональности, в том числе, при управлении инвестициями.

Т. Хаавельмо (1989) опубликовал «Исследования в области теории инвестиций» (A Study in the Theory of Investment, 1960), в которой эконометрически описал обоснования инвестиционных решений.

Д. Стиглиц (2001) показал, что концепция асимметричной информации может помочь пониманию многих наблюдаемых рыночных явлений.

На корпоративном балансе финансовые инвестиции представлены

* как среди текущих активов (оборотного капитала) — денежными средствами, «рыночными бумагами» (депозитами, векселями),

* так и среди «внеоборотных» активов — долгосрочными финансовыми инвестициями («инвестиционными бумагами» — облигациями, акциями).

В современной науке критерий целеполагания для бизнеса принято описывать в формате стоимостного менеджмента (VBM, Value based management) [8, 15]. Богатство акционеров определяется стоимостью бизнеса, который зависит от нетто-денежных потоков. Инвестиционные решения связаны со взвешиванием доходности-риска для отдельных вложений и портфельной селекцией для набора активов.

Эффективная рентабельность валютных инвестиций (er^i) детерминирована процентной (дивидендной) (r^d) и обменно-курсовой (e) доходностью: