

# Фриц Махлуп

## Теория валютного курса

*Fritz Machlup. International payments, debts, and gold. Collected essays by Fritz Machlup Princeton University. London: George Allen & Unwin, 1966. Part one. Foreign exchange and balance of payments. 1. The theory of foreign exchange, pp. 7-50.]*

1. Излишняя специализация привела к тому, что методы, развитые в экономической теории, оказываются совершенно неизвестными в прикладных разделах экономики. Курсы и учебники по таким разделам, как "Деньги и банки", "Экономические циклы", "Международная торговля", "Транспорт", "Коммунальные предприятия" и др., — вот примеры подобного состояния дел. Начинаящий студент экономического факультета только удивляется, зачем он тратит столько времени на такие совершенно "бесполезные" предметы, как "Теория стоимости", которые не находят никакого применения в изучаемых им позднее специальных курсах.

Одна из целей настоящей статьи состоит как раз в том, чтобы показать, как простейший анализ, основанный на кривых спроса и предложения, может быть с успехом использован в теории обменного курса. Представленный здесь материал является сокращенным изложением основных положений теории<sup>1</sup>. В учебнике и при чтении курса изложение следовало бы насытить большим числом примеров, одеть, так сказать, абстракцию в реальное платье.

Не скроем и другую цель данной публикации — оснастить теорию обменного курса результатами, полученными в монетарной экономике. Это, с одной стороны, практика стабилизационных фондов (exchange stabilization funds) и новые, а возможно, обновленные старые экономические доктрины — с другой<sup>2</sup>. И то и другое — достижения последних лет, что заставляет почти заново переписать всю теорию обменного курса. Именно такая попытка и будет сделана в следующих разделах этой статьи.

В разделе А рассматривается принципиальная схема и некая упрощенная модель спроса и предложения на валютном рынке, а в разделе В — те факторы, которые определяют эластичность спроса и предложения в случае, когда транзакции возникают исключительно в результате обмена товарами между двумя странами с независимыми валютами. Затем, в разделе С, для тех же стран мы анализируем влияние на обменный курс движений капитала, односторонних платежей и платежей за услуги. В разделе D вводится понятие золотого стандарта как в старой, традиционной, так и в новейшей формулировках и обсуждаются причины и следствия перетекания золота между двумя странами. Наконец, раздел E посвящен анализу ситуации, когда на валютном рынке начинают проявлять себя частный сектор (private pegging) и спекулятивные мотивы, особенно в связи с разницей процентных ставок.

### **А. Источники предложения и цели спроса**

2. Для простоты объединим рынки спота и форварда и, кроме того, будем рассматривать внутренний (национальный) валютный рынок, находящийся, скажем, в Нью-Йорке, и внешний рынок, например, в Париже как один совершенный рынок. Эти допущения могут быть тотчас сняты, если в какой-то момент понадобится продемонстрировать механизм спекуляций на споте и форварде или технику арбитража на местном и внешнем рынках. Подобное слияние всех отдельных рынков в единый валютный рынок, на котором одна валюта выступает в качестве "товара", а другая — в виде "денег", представляет, по-видимому, не слишком серьезное искажение реальной картины.

На таком едином рынке совсем нетрудно преобразовать спрос на доллар в Париже в предложение франков, а предложение доллара — в спрос на франки<sup>3</sup>.

Чтобы еще больше упростить задачу, будем дальше говорить всего о двух странах. Подобная абстракция тотчас превращается в реальность, как только в качестве "другой" страны мы представим "весь остальной мир", а корзину валют этого мира — как одну иностранную валюту. И для начала проще, не разбирая содержимое этой корзины, представить себе, что имеем дело только с двумя такими "странами".

3. Будем действовать как профессиональные аналитики и сначала установим, что может служить возможным источником предложения иностранной валюты, а затем определим, для какой цели она нужна покупателю, т.е. откуда возникает спрос на нее. Для этого нам прежде всего следует проанализировать товарную торговлю между двумя странами.

Если товарный экспорт является единственным источником предложения иностранной валюты, а импорт — единственной целью спроса, то из рассмотрения следует полностью исключить золотой стандарт, в какой бы форме он ни проявлялся. Ведь продажа золота есть не что иное, как предложение иностранной валюты, а его покупка — спрос на нее. Поэтому движением золота следует заняться на более поздней стадии анализа.

Далее, если торговлю считать единственным источником спроса на валюту, то из рассмотрения следует исключить старые ее запасы, находящиеся на руках у частных владельцев, в банках и в официальных (государственных) органах, и новые долги иностранцев, равно как из категории источников спроса необходимо

вывести иностранную валюту, предназначенную для создания новых ее запасов или погашения старых долгов. Короче, на этой стадии мы исключаем из анализа любые заимствования и кредитования в иностранной валюте, т.е. прирост или убыль ее из источников, не связанных с торговлей.

Разумеется, при этом из поля зрения выпадают все долгосрочные инвестиции, односторонние платежи, обмен нематериальными (невидимыми [*Невидимыми (invisible) называются статьи платежного баланса, отражающие результаты сделок, связанных с оказанием "невидимых", т.е. не связанных с торговлей товарами, услуг, таких, как банковские операции, страхование, судоходство, туризм. Невидимые статьи играют важную роль в текущих статьях платежного баланса страны, хотя зачастую их трудно определить количественно.*]) услугами. Торговля товарами — вот единственный источник спроса и предложения иностранной валюты.

4. Теперь очевидно, что равенство экспорта и импорта (в стоимостном выражении) является простым следствием принятых допущений. Если иностранные кредиты и заимствования, как и другие нетоварные транзакции, с самого начала исключены из рассмотрения, избыточный экспорт или импорт невозможен даже в краткосрочном периоде.

Разумеется, было бы уж слишком нереалистичным полагать, что экспортируемые и импортируемые товары пересекают границу одновременно. И практически невозможно уловить тот момент, когда спрос на импорт должен **в точности** превзойти спрос на экспорт, если этим моментом считать пересечение границы товаром, т.е. его прохождение через таможенно.

Эту маленькую трудность легко обойти, если отсчитывать время сделки от того момента, когда отдается и, будем полагать, тут же исполнителем получается приказ на экспорт и, опять-таки по предположению, одновременно с получением приказа импортер покупает, а экспортер продает иностранную валюту. Такое допущение соответствует, в частности, практике оптовой торговли: импортер обеспечивает покрытие валютных требований согласно полученному им приказу, а экспортер продает на форвардном рынке как раз то количество валюты импортера, которое соответствует ожидаемому получению этой валюты от импортера, и тем самым сделка завершается.

Если каждый импортер покупает иностранную валюту в тот момент, когда он получает приказ, и если он при этом не имеет иной возможности купить валюту (непосредственно или каким-то обходным путем) ни у кого другого, кроме как у какого-то экспортера, это и означает, что импорт не может быть ни больше, ни меньше хотя бы на малую толику экспорта в указанном выше смысле даже на самое короткое время.

Однако объемы импорта и экспорта будут зависеть от того обменного курса, который обеспечивает равенство спроса и предложения валют.

5. Рост цены иностранной валюты<sup>4</sup> делает импортные товары более дорогими в единицах национальной валюты (далее это — доллар), а экспортируемые — более дешевыми в единицах иностранной валюты. Падение же цены иностранной валюты делает импортируемые товары более дешевыми в единицах национальной, а экспортируемые — более дорогими в единицах иностранной валюты. Этим объясняется, почему кривая спроса импортеров на иностранную валюту, как правило (если отвлечься от спекулятивных операций), имеет наклон вниз слева направо, а кривая предложения иностранной валюты экспортерами — слева направо вверх.

Исключения из этого правила будут рассмотрены в свое время.

Каждая кривая спроса и каждая кривая предложения должны быть привязаны к определенному периоду, в течение которого может происходить перестройка этих кривых, т.е. на них следует смотреть как на отражение рыночной ситуации от одного момента равновесия до другого, исключая периоды релаксации. Если же этого условия не придерживаться, т.е. не исключать из рассмотрения время релаксации рынка, тогда следует говорить о "мгновенных" кривых спроса и предложения.

Кроме того, полезно различать еще три типа кривых. **Очень короткий период** подразумевает возможность изменений обменного курса в импортно-экспортных приказах на временных отрезках, когда цены в обеих странах постоянны. Это слишком малые времена, не представляющие какого-либо интереса для теоретического анализа, поскольку они не могут оказать влияния на объемы товаров, участвующих в торговых сделках.

**Короткий период** предполагает, в частности, возможность изменения количества предлагаемой экспортерами валюты в связи с повышением ее цены после адаптации экспортного производства к новым продажным ценам при расширении бизнеса.

Иными словами, в краткосрочном периоде кривые спроса и предложения на иностранную валюту должны подчиняться не закону "заданных товарных цен" в обеих странах, а закону "спроса и предложения" на товарных рынках этих стран. Это обычные условия для краткосрочных кривых спроса и предложения, когда заданы запросы потребителя и фиксирована технология производства.

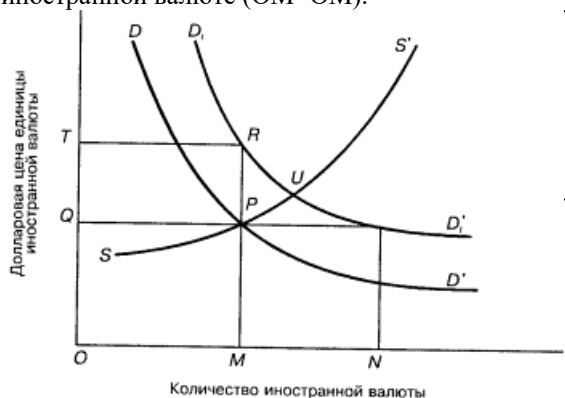
**Долгосрочные кривые** спроса и предложения на валютном рынке привязываются к долгосрочным условиям на товарных рынках двух стран. Так, основным показателем, который будет определять предложение продукта в долгосрочном периоде, является, очевидно, производственный потенциал. Увеличение экспорта, если это станет необходимым, потребует от экспортера перестройки производства, после чего предложение товара может определяться либо увеличением его объема, либо снижением его цены. А это означает, что долгосрочные кривые спроса и предложения на валютном рынке более эластичны, чем краткосрочные.

Вначале займемся анализом краткосрочных кривых.

<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера

6. Тот факт, что предложение в краткосрочном периоде допускает возможность **некоторой** временной задержки, связанной с реакцией на возникшее изменение цен, вовсе не означает отказа от гипотезы о сбалансированности импорта и экспорта на каждом временном интервале. Обратимся к рис. 1, где кривые  $DD'$  и  $SS'$  отображают спрос и предложение на валютном рынке в краткосрочном периоде. Экспорт равен импорту при обменном курсе  $OQ$ . Пусть внезапное изменение вкусов и предпочтений приводит к возрастанию спроса на иностранную валюту в связи с возросшим спросом на импорт. При курсе  $OQ$  спрос на валюту будет соответствовать отрезку  $ON$ , т.е. такому количеству валюты, которое очевидно не может быть найдено на рынке. Поэтому цена на валюту возрастет, в краткосрочном периоде временные лаги для реакции предложения не допускаются, цена должна возрасти до величины  $OT$ . При этой цене количество проданной валюты ( $OM$ ) останется прежним, что кажется естественным, поскольку "мгновенная кривая предложения" была нами принята как абсолютно неэластичная.

Следует твердо помнить, что экспорт равен импорту как в иностранной валюте ( $OM = OM$ ), так и в долларах ( $OMRT = OMRT$ ). Объем экспорта и импорта возрос в долларах ( $OMRT > OMPQ$ ), но остался тем же в иностранной валюте ( $OM = OM$ ).



**Рис. 1. Рост спроса при абсолютно неэластичном предложении**

Рассмотренная ситуация поясняет смысл нулевой эластичности, которая должна быть приписана "мгновенной" кривой предложения и соответствует так называемой шоковой теории проф. Тауссига для обменных курсов при сдвиге равновесия. Однако реальности больше соответствует такая ситуация, когда предложение начинает реагировать на шок с некоторой временной задержкой (лагом). Это совсем не означает, что операционное время, фиксируемое обычными часами, "жестко смещается" (перевод стрелок). Просто разным группам экспортеров необходимо разное время для того, чтобы решиться на сделку, поскольку при возросших ценах появляется возможность сделать большие деньги путем арбитража на международных товарных рынках. Таким образом, все больше и больше краткосрочных эластичностей предложения будет с течением времени вступать в игру. Но наша теория не приспособлена для изучения мгновенного поведения рынка, и поэтому мы обязаны пренебречь быстрыми осцилляциями, возникающими вследствие мгновенной неэластичности, и заняться эластичностью в краткосрочном периоде.

## **В. Эластичность на товарных рынках**

7. Изучение эластичностей предложения и спроса представляет основу теории обменных курсов. И поскольку при сделанных допущениях товарный импорт существенно отстает от спроса на иностранную валюту, а товарный экспорт точно так же отстает от предложения иностранной валюты, нам следует обратиться к условиям внутреннего спроса и внешнего предложения, как они видятся нашим импортерам, и к условиям внешнего спроса и внутреннего предложения, как они видятся экспортерам.

Начнем с **предложения иностранной валюты**, т.е. с нашего экспорта товаров. Чем определяется рост (падение) экспорта, когда он вызван некоторым ростом (падением) цены иностранной валюты?

Современная точка зрения на этот предмет подчеркивает роль экономических регуляторов, и в этом плане на первое место следует поставить ограничение импорта. Если иностранные государства введут квоты на все возможные статьи импорта и если эти квоты будут полностью выбраны, тогда, очевидно, любой рост цены иностранной валюты не сможет привести к увеличению нашего экспорта, а следовательно, и к росту спроса на иностранную валюту. Эластичность иностранного спроса на наш экспорт, или, иначе, эластичность предложения иностранной валюты, после достижения определенного уровня станет равной нулю (или даже отрицательной). Ниже этого уровня предложение валюты не будет абсолютно неэластичным, поскольку наши экспортеры могут держаться несколько ниже предельной отметки по квотам. Ниже этой черты останется еще достаточное число статей, по которым квоты на импорт иностранных государств не будут исчерпаны, что позволит нашим экспортерам свободно плавать в этом открытом пространстве, повышая или понижая цены в зависимости от того, растет или падает цена на иностранную валюту.

Роль тарифов неоднозначна. Если определенное количество товаров может быть продано при установленной величине тарифов и данном обменном курсе, то, для того чтобы продать товаров больше, цены на иностранную валюту должны повыситься и, следовательно, это сделает такие товары дешевле для иностранного покупателя. Если в цене закупаемых нерезидентами товаров, оплачиваемых в их собственной валюте, значительную долю составляют специальные импортные пошлины, то рост (или падение) цены их валюты приведет к очень малому в процентном отношении снижению (или повышению) цены импортных товаров. В таком случае иностранный спрос на наш экспорт становится малочувствительным к изменениям обменного курса. Роль тарифов аналогична той, которую играют расходы на транспортировку и распределение товаров за рубежом: чем выше эти расходы, тем менее чувствителен спрос к колебаниям обменного курса.

8. Итак, иностранные ограничения на импорт, как видим, влияют на эластичность спроса за рубежом на наш экспорт. Не вдаваясь в детальное обсуждение, можно утверждать, что **эластичность предложения иностранной валюты будет тем выше, чем выше эластичность спроса за рубежом на те товары, которые мы экспортируем.**

Но это не все. Те же или подобные товары могут производиться и за рубежом. Цена на наш экспорт для иностранного покупателя снижается (или растет) вместе с долларовой ценой на иностранную валюту. Поэтому рост (или снижение) нашего экспорта будет отчасти зависеть от снижения (или роста) зарубежного производства экспортируемых нами товаров. Если собственное предложение за рубежом товаров, конкурирующих с нашим экспортом, очень эластично, т.е. если их выпуск падает (растет) сильнее, чем снижают (увеличивают) свое предложение наши экспортеры, то последние должны резко снизить (увеличивать) цены в иностранной валюте. Это положение можно сформулировать так: **эластичность предложения иностранной валюты будет тем выше, чем выше эластичность предложения товаров, производимых за рубежом и конкурирующих с нашим экспортом на иностранных рынках.**

Вот этот второй фактор оказывается более важным. Именно он может сыграть решающую роль в переходе эластичности предложения иностранной валюты к положительным значениям, т.е. к положительному наклону кривой, которая в этом случае будет идти слева направо вверх. Происходит это, когда иностранный спрос на некоторые статьи нашего экспорта обладает эластичностью, меньшей единицы. В этом случае объем требуемого товара, т.е. спрос на него, должен возрастать при падении его цены, однако в процентном отношении рост объема меньше, чем падение цены. Количество иностранной валюты, уплачиваемой за то же количество товара, уменьшается, эластичность предложения иностранной валюты становится отрицательной, и кривая ее предложения идет вниз слева направо. Но более низкая цена (в иностранной валюте) одновременно уменьшает предложение от наших иностранных конкурентов и соответственно открывает возможность нашему бизнесу извлечь из этого выгоду: путем увеличения объема экспорта получить больше иностранной валюты. Проще говоря, даже в том случае, когда эластичность спроса на зарубежном рынке по статьям нашего экспорта меньше единицы, эластичность спроса на наш экспорт может тем не менее быть больше единицы за счет того, что предложение иностранных конкурентов-производителей является достаточно эластичным.

Необходимо добавить, что наиболее вероятной является ситуация, когда эластичность зарубежного спроса на наш экспорт (здесь слово "наш" следует взять в кавычки, поскольку оно подразумевает любую страну) будет все-таки больше единицы. Оснований для подобной уверенности больше в тех случаях, (а) когда экспортер-производитель испытывает сильную конкуренцию со стороны иностранных партнеров (напомним, что эти партнеры в нашей модели представляют весь остальной мир, поэтому мощная конкуренция обеспечена почти наверняка) и/или (б) когда товары, ранее не являвшиеся предметом экспорта, становятся таковыми в результате повышения цены иностранной валюты. Это, естественно, предполагает высокую эластичность в определенном интервале цен, поскольку для вступающих в игру статей экспорта продажи возрастают с нуля до некоторой положительной величины. Подобные статьи, очевидно, существуют всегда, и, конечно, было бы ошибкой, оценивая эластичность спроса на наш экспорт, ограничиваться учетом только тех статей, которые актуализированы сегодня, и пренебрегать потенциалом других.

9. Чтобы больше экспортировать, производитель должен быть способен увеличивать количество предлагаемых иностранному покупателю товаров. Это зависит отчасти от способности экспортной индустрии расширять свой выпуск, а отчасти от желания отечественных покупателей товаров, которые входят в статьи экспорта, продолжать пользоваться ими после повышения цен на них. Крайне трудно оценить, может ли совместный эффект эластичности внутреннего предложения и эластичности внутреннего спроса на экспортообразующие товары<sup>5</sup> превзойти эффект предложения иностранной валюты, получаемой от экспорта. Для этого необходимо ввести ряд новых допущений. Ведь результат зависит от эластичности иностранного спроса на наш экспорт, иначе говоря, от совместного действия тех двух эффектов, о которых говорилось в п. 8. Если эта эластичность численно больше единицы, справедливы еще два положения — третье и четвертое. Третье положение гласит, что **эластичность предложения иностранной валюты тем выше, чем выше эластичность предложения товаров экспортообразующих статей**, а четвертое — что **эластичность предложения иностранной валюты тем выше, чем выше эластичность внутреннего спроса на товары, избыток производства которых может экспортироваться.** Если же эластичность иностранного спроса на наш экспорт численно меньше единицы, справедливы обратные утверждения, а именно: эластичность предложения иностранной валюты тем выше, чем ниже эластичности внутреннего спроса и предложения на товары экспорта. Если бы предложение экспорта

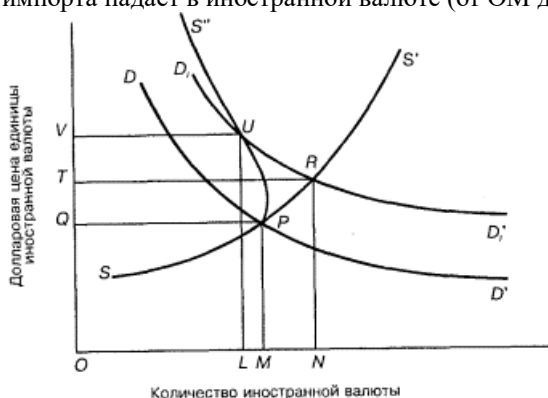


имело бесконечную эластичность, иностранный спрос на такой экспорт с эластичностью меньше единицы означал бы, что эластичность предложения иностранной валюты от такого экспорта стала бы отрицательной. В этом случае более низкая эластичность экспортного предложения могла бы привести к тому, что эластичность предложения валюты от такого экспорта стала бы положительной, несмотря на неэластичность иностранного спроса на него<sup>6</sup>.

10. Как установлено выше, маловероятно, чтобы эластичность иностранного спроса на наш экспорт была меньше единицы (за исключением случая торговых ограничений определенного типа), а следовательно, также маловероятно, чтобы предложение иностранной валюты имело отрицательную эластичность в некотором практически важном диапазоне. (Под "практически важным" я понимаю диапазон условий, который реализуется в действительности.)

Тем не менее интересно посмотреть, к каким последствиям приводит такого рода отрицательная эластичность предложения иностранной валюты. Сравним эффекты, возникающие при увеличении спроса на импорт при положительном наклоне кривой предложения валюты, с тем, что происходит при ее **отрицательном** наклоне. Складывающуюся при этом ситуацию иллюстрирует рис. 2, на котором кривая предложения  $SS'$ , начиная с некоторой точки  $P$ , поворачивает назад<sup>7</sup>.

Анализ рис. 2 показывает, что до того момента, как спрос на наш импорт начнет расти, обменный курс равен отрезку  $OQ$ ; при этом экспорт и импорт по стоимости равны величине отрезка  $OM$  в иностранной валюте и площади прямоугольника  $OMPQ$  в долларах. Если кривая предложения является "нормальной", т.е. направлена положительно ( $SS'$ ), рост спроса (от  $DD'$  до  $D_1D_1'$ ) приводит к росту цены иностранной валюты до величины  $OT$  и одновременно к возрастанию стоимости экспорта и импорта как в иностранной валюте (от  $OM$  до  $ON$ ), так и в долларах (от  $OMPQ$  до  $ONRT$ ). Но когда кривая предложения становится "ненормальной", т.е. имеет отрицательный наклон, цена иностранной валюты возрастает до  $OV$  и тогда стоимость как экспорта, так и импорта падает в иностранной валюте (от  $OM$  до  $OL$ ) и возрастает в долларах (от  $OMPQ$  до  $OLUV$ ).



**Рис. 2. Рост спроса при положительной и отрицательной эластичности предложения**

Разумеется, измеряемые в одной валюте (в иностранной или в долларах) стоимости экспорта и импорта равны между собой. Но когда одновременно возрастают долларовые стоимости экспорта и импорта, их стоимости в иностранной валюте падают. Это происходит в том случае, если предложение иностранной валюты имеет отрицательную эластичность.

11. В пп. 7 и 10 мы рассматривали предложение иностранной валюты, источником которого являлся товарный экспорт. Теперь же обратимся к **спросу на иностранную валюту**, источником которого служит наш импорт. Многие положения, установленные нами при анализе эластичности спроса на наш экспорт, будут иметь аналоги для эластичности спроса и в случае импорта.

Роль квот очевидна. При квотировании всех возможных статей импорта и при исчерпании квот спрос на импорт, а вместе с ним и спрос на иностранную валюту становятся абсолютно неэластичными ниже определенной цены на иностранную валюту. Выше этой цены эластичность спроса может стать ненулевой. Роль тарифов в этом случае несколько иная. Чем большую долю составляют таможенные пошлины в продажной цене импортируемых в нашу страну товаров, тем менее чувствительным будет спрос к изменениям цены иностранной валюты. Таким образом, чем выше тарифы, тем на меньшую величину упадет спрос на иностранную валюту при возрастании ее цены, и наоборот.

Можно сформулировать четыре фундаментальных принципа, которые управляют эластичностями спроса и предложения на иностранную валюту, необходимую для покрытия импорта:

- 1) **эластичность спроса на иностранную валюту тем выше, чем выше эластичность внутреннего спроса на импортные товары;**
- 2) **эластичность спроса на иностранную валюту тем выше, чем выше эластичность предложения отечественных товаров, конкурирующих на внутреннем рынке с импортными товарами.** Например, когда цена на иностранную валюту падает (возможно, в связи с ростом ее предложения, вызванным увеличением

иностранного спроса на наши товары), иностранные товары дешевеют в долларах. Если конкурирующие с иностранными поставщиками по этим статьям импорта наши производители снизят свое производство в большей степени, чем упадут цены, т.е. если эластичность их предложения очень высока, то импорт может увеличиться даже тогда, когда внутренний спрос на рассматриваемые товары является полностью или в значительной мере неэластичным. Точно так же даже при неэластичном спросе на рассматриваемые статьи импорт может резко упасть, когда повысится цена иностранной валюты, если при этом национальные производители-конкуренты готовы увеличить свой выпуск, как только повысятся внутренние цены;

3) **эластичность спроса на иностранную валюту тем выше, чем выше эластичность предложения со стороны иностранных производителей по статьям нашего импорта.** Например, когда снижение цены иностранной валюты приведет к снижению долларовых цен на иностранные товары, импорт не сможет увеличиться, даже несмотря на эластичность нашего спроса на него, если при этом предложение иностранных товаров будет абсолютно неэластичным. При этом цены продаж на иностранные товары, выраженные в их собственной валюте, вырастут настолько, что компенсируют то снижение цен на нашем внутреннем рынке, которое должно было бы произойти в результате падения цены иностранной валюты. Правило (3) может быть сформулировано и в таком виде:

4) **эластичность спроса на иностранную валюту тем выше, чем выше эластичность спроса за рубежом на их собственные товары.** Например, если иностранный производитель не способен расширить свой выпуск при увеличении спроса с нашей стороны и потому цены на товары в его собственной валюте растут, это может заставить иностранных потребителей, покупавших ранее данные товары, отказаться от них, отдавая тем самым определенную квоту в наше распоряжение. Таким образом, наш импорт может вырасти, даже если иностранные производители не увеличивают выпуск интересующих нас товаров. Но если выпуск фиксирован, это приведет к снижению потребления данных товаров за рубежом.

Точно так же при росте цены на иностранную валюту и неэластичном предложении иностранных производителей по статьям нашего импорта его объем будет резко сокращаться, если потребление продукции по этим статьям за рубежом начнет быстро увеличиваться в связи с падением цен на нее в их валюте.

12. Читатель, склонный к симметрии, возможно, ожидает, что далее мы начнем анализировать те возможности, которые открывает отрицательная величина эластичности спроса, т.е. случай, когда кривая спроса поворачивает в обратную сторону. Ничем подобным мы заниматься не будем, поскольку нас не интересует ничемное по сути теоретизирование на тему импорта, главной статьёй которого являются предметы роскоши или дорогостоящие престижные безделицы. Однако недостаток симметрии только кажущийся. Подобное впечатление возникает вследствие тех пропорций, которые проявились в нашем анализе кривых. В случае экспорта товаров и **предложения** иностранной валюты было установлено следующее: если иностранный спрос на наш экспорт обладает эластичностью, меньшей единицы, то количество **иностранной валюты**, уплачиваемой за наш экспорт, будет падать, когда физический объем экспорта растет, из-за более высокой цены иностранной валюты. В случае же импорта и **спроса** на иностранную валюту эластичность отечественного спроса на импорт меньше единицы означает, что количество **национальной валюты**, истраченной на импорт, будет падать, когда физический объем импорта возрастает благодаря более низкой цене иностранной валюты. На приведенных графиках абсцисса (горизонтальный отрезок) отображает количество иностранной валюты. Для определения же количества внутренней валюты, изображаемого площадью прямоугольника, необходимо перемножить абсциссу и ординату (вертикальный отрезок), характеризующую цену иностранной валюты в долларах. Следовательно, уменьшение количества предлагаемой иностранной валюты, когда ее цена возрастает, можно изобразить с помощью направленной назад влево кривой предложения, тогда как уменьшение объема национальной валюты нельзя представить никаким "обратным" поворотом кривой спроса: такому уменьшению просто должен соответствовать более пологий, чем у равнобочной гиперболы, наклон кривой, проходящей через ту же точку.

Возвращаясь же к вопросу, должна ли быть меньше единицы эластичность спроса на иностранную валюту, необходимую для импорта, следует вспомнить, что говорилось по аналогичному поводу в п. 8, обратив особое внимание на один момент, касающийся конкуренции. Эластичность спроса, с точки зрения обычного **продавца** или страны-продавца, — это проблема числа продавцов, конкурирующих на данном сегменте рынка с целью завоевания на нем большей доли. Если другая страна больше нашей или если эта "страна" представляет весь остальной мир, то с очень большой вероятностью можно утверждать, что доля нашего экспорта на внешнем рынке будет малой, а следовательно, эластичность иностранного спроса на наш экспорт будет очень высокой. Однако подобный подход неприменим при анализе проблемы эластичности спроса, с точки зрения отдельного **покупателя** или страны-покупателя. Будет ли внутренний спрос на статьи импорта эластичным или неэластичным, уже не зависит от числа продавцов, поскольку теперь мы уже имеем дело с общим спросом на данном сегменте рынка и эластичность этого спроса зависит от вкусов, привычек, дохода, распределения дохода и т.п. Поэтому, даже если страна-импортер меньше своего торгового партнера и даже если этот "партнер" представляет весь остальной мир, у нас нет оснований ожидать, что спрос на наш импорт будет высокоэластичным<sup>8</sup>.

### С. Движение капитала, односторонние трансферты и плата за услуги

<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера

13. До сих пор мы рассматривали торговлю товарами как единственный источник спроса и предложения иностранной валюты. Импорт товаров являлся основным источником спроса, а экспорт товаров — основным источником предложения. Теперь нам предстоит включить в рассмотрение односторонние платежи и долгосрочные перемещения капитала. Однако пока оставим в стороне услуги (*invisible services*), движение золота и краткосрочные движения капитала.

Представим себе, что наша страна совершила серию больших платежей другой стране, и это породило спрос на иностранную валюту, который не связан с нашими потребностями в импорте. Причиной таких платежей могут быть инвестиции за рубежом, расчеты по старым долгам, военные репарации и что-то еще в том же роде. Чтобы получить величину совокупного спроса на иностранную валюту, мы должны суммировать все платежи указанного типа со спросом на валюту со стороны товарных импортеров. (Далее мы еще обсудим вопрос, почему спрос на импорт совсем не то же самое, что спрос на внешнеторговые товары.)

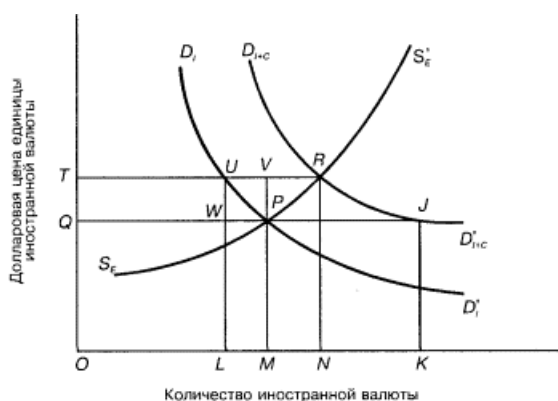
Цель платежей, разумеется, заключается в том, что они должны оказывать влияние на эластичность спроса на иностранную валюту. Если это платежи по заключенным ранее контрактам или по требованиям, выраженным в нашей собственной валюте, то они предполагают использование фиксированного количества нашей валюты для покупки на нее иностранной валюты. Тогда спрос на иностранную валюту для указанных целей будет иметь единичную эластичность, т.е. кривая спроса представляет собой равнобокую гиперболу. Если же речь идет о не подлежащих отсрочке платежах по контрактам или требованиям (обязательствам), заключенным в иностранной валюте (поэтому необходимо купить вполне определенное количество этой валюты), тогда спрос на нее, обеспечивающий покрытие указанных платежей, будет иметь нулевую эластичность, т.е. кривая спроса представляет собой вертикальную прямую, по крайней мере до того момента (точки на графике), пока рост цены на иностранную валюту не превысит доверия к должнику или его платежеспособность в собственной валюте.

В случае инвестиций в другой стране объем платежей оказывается не фиксированным ни в одной валюте. Независимо от сдвигов в ожиданиях, обусловленных изменениями обменного курса, можно почти определенно утверждать, что эластичность спроса на иностранную валюту при ее использовании для долгосрочных инвестиций за рубежом определено больше нуля (положительна), а возможно, даже и больше единицы.

14. Предположим на минуту, что появление спроса на иностранную валюту, вызванное инвестициями за рубежом ("экспорт капитала"), никак не влияет на спрос на валюту со стороны товарных импортеров и на ее предложение со стороны товарных экспортеров. Как это скажется на обменном курсе, импорте и экспорте?

Эту ситуацию поясняет рис. 3, на котором вертикальный отрезок  $MP$  (или  $OQ$ ) — это обменный курс, соответствующий точке  $P$  пересечения кривой спроса  $D_1D'_1$  и кривой предложения  $S_E S'_E$  валюты, необходимой исключительно для импорта и экспорта товаров. В этом случае величина (стоимость) импорта равна величине экспорта как в иностранной валюте ( $OM = OM$ ), так и в отечественной ( $OMPQ = OMPQ$ ). Если теперь учесть спрос на иностранную валюту для иностранных инвестиций ("экспорта капитала"), то кривая совокупного спроса на валюту сдвинется вверх-вправо и займет положение  $D_{I+C}D'_{I+C}$  и обменный курс уже не будет равен  $OQ$ , а увеличится до  $OT$  (или  $MV$ ) так, чтобы спрос уравнял предложение ( $TR$  или  $ON$ ).

При возросшем обменном курсе инвесторы-экспортеры капитала будут покупать меньше иностранной валюты, чем при том более низком курсе, каким он был вначале ( $UR < PJ$ ). То же ожидает товарных импортеров ( $TU < QP$ ), тогда как экспортеры товаров продадут иностранной валюты больше ( $TR > QP$ ) и по более высокой цене ( $OT > OQ$ ). А кто же обеспечивает экспортерам капитала получение иностранной валюты в размере  $UR$  или  $LN$ ? Эту валюту им предоставляют как экспортеры товаров (в размере  $VR$ ), увеличивая свои поставки за рубеж, так



и импортеры товаров (в размере  $UV$ ), сокращая свои поставки в страну.

**Рис. 3. Зависимость товарных импорта и экспорта от экспорта капитала**

Итак, если измерять стоимости в иностранной валюте, то экспорт капитала ведет к снижению импорта и росту спроса:

<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера

**Экспорт капитала = Снижение товарного импорта + Возрастание товарного экспорта,**  
т.е.  $LN = LM + MN$ .

Иной результат ожидает нас, если будем измерять те же стоимости в отечественной валюте. В самом деле, когда эластичность спроса на импорт меньше единицы, внутренняя стоимость импорта должна увеличиваться, а не уменьшаться, если цена иностранной валюты растет. Поэтому на рис. 3 импорт, измеренный в долларах, больше при более высокой цене иностранной валюты ( $OLUT > OMPQ$ ). Таким образом, мы столкнулись с тем, что в результате экспорта капитала стоимость товарного импорта в долларах может возрасти, а в иностранной валюте — снизиться. Поэтому статистики, пытающиеся "проверить", действительно ли импорт уменьшается в результате роста экспорта капитала, должны остерегаться указанной ловушки.

Однако это нисколько не препятствует образованию экспортного профицита в национальной валюте. Стоимость экспорта будет расти быстрее стоимости импорта, если ее измерять в национальной валюте (долларах), так что экспортный профицит при изменении торгового баланса возникает независимо от того, в какой валюте его измерять — в национальной или иностранной:

**Товарный экспорт = Товарный импорт = Экспорт капитала,**  
т.е.  $ON = OL + LN$   
или  $ONRT = OLUT + LNRU$

В полученном результате нет ничего удивительного, поскольку он является прямым следствием сделанных допущений. Если в межгосударственные (международные) трансакции не включены платежи или получения за (невидимые) услуги и из рассмотрения исключены движения золота и краткосрочные трансферты, то торговый баланс однозначно определяется балансом движения капиталов. Так называемый положительный (активный) торговый баланс {"favorable" trade balance) образуется за счет экспорта капитала (сальдо торгового баланса равно чистому экспорту капитала), а так называемый отрицательный (пассивный) торговый баланс ("adverse" trade balance) должен быть равен чистому импорту капитала.

15. Теперь в анализ рассматриваемых нами международных платежей не составляет особых трудностей ввести "невидимые" статьи экспорта и импорта, иначе говоря, "текущие статьи", отличные от торговли товарами. Спрос и предложение иностранной валюты являются результатом либо получаемых нами выплат за наши услуги иностранным резидентам, либо наших выплат этим резидентам за их услуги нам. Графически эти спрос и предложение будут выглядеть так же, как только что рассмотренный спрос на иностранную валюту, порожденный экспортом капитала.

Легко представить себе кривую спроса на иностранную валюту в случае, когда мы путешествуем за границей. Кривая совокупного спроса на иностранную валюту по двум статьям — видимый импорт (товары) и невидимый импорт (расходы туристов за границей) — должна выглядеть точно так же, как кривая совокупного спроса на рис. 3. Аналогичными будут, разумеется, и результаты анализа. Если бы, например, заграничное путешествие включало только статьи услуг, профицит экспорта в торговом балансе был бы равен чистому "дефициту" в балансе туристских расходов; и, наоборот, профицит импорта в торговом балансе был бы равен чистой "прибыли" в балансе туристских расходов. И опять увеличение спроса на заграничные путешествия должно приводить к росту товарного экспорта и снижению товарного импорта, если они выражены в иностранной валюте. В нашей валюте товарный экспорт при этом также увеличится, тогда как товарный импорт может как вырасти, так и уменьшиться<sup>9</sup>.

Следует отметить, что одни статьи услуг могут дополнять статьи товарного экспорта или импорта, в то время как другие конкурируют с ними. Значение же эластичности предложения и спроса на иностранную валюту от этих статей может колебаться от отрицательного до положительного — большего единицы.

Следующие несколько примеров помогут уяснить ситуацию:

а) так называемые иммигрантские денежные переводы родственникам за рубежом зависят, с одной стороны, только от состояния бюджета отправителя и, с другой стороны, только от потребности в них получателя. Соответствующий спрос на иностранную валюту имеет фиксированную величину в долларах, т.е. единичную эластичность, с точки зрения отправителя, и нулевую эластичность, с точки зрения получателя. Поэтому эластичность может принимать значения от нуля до единицы, если учитывать оба фактора, связанные с размером денежного перевода;

б) дивиденды и проценты, получаемые от иностранных ценных бумаг, служат источником предложения иностранной валюты. Если их сумма зафиксирована в иностранной валюте, соответствующее предложение абсолютно неэластично; напротив, если данная сумма зафиксирована в долларах, что возможно лишь в случае выпуска каких-то специальных облигаций, эластичность предложения иностранной валюты будет при этом отрицательной, а точнее, равна  $-1$  <sup>(10)</sup>;

с) услуги по фрахту и перевозке зачастую тесно связаны с импортируемыми и экспортируемыми товарами. Если в контракте указано, что внешняя сторона не имеет торговых судов, а также что импорт и экспорт должны перевозиться на наших судах, тогда предложение иностранной валюты неизбежно делает наш торговый баланс "пассивным". (Когда же мы избавимся от этих бессмысленных терминов "пассивный" ("adverse") и "активный" ("favorable"), говоря о торговле!) Если цены всех товаров определены на условиях FOB в наших портах, тогда любой импорт является источником спроса на иностранную валюту в части оплаты товаров и источником предложения той же валюты в части их транспортировки. Но любой экспорт на таких условиях — источник



предложения иностранной валюты как в части оплаты товаров, так и в части их транспортировки. Однако при построении кривой предложения иностранной валюты, в которой оплачивается транспортировка, может возникнуть определенная трудность, связанная с тем, что любое изменение обменного курса приводит к росту стоимости транспортировки в одном направлении и к ее снижению в другом. Предложение иностранной валюты за транспортные услуги имеет "нормальную" эластичность только тогда, когда наши суда конкурируют в борьбе за клиента с судами другой "страны" (т.е. всего остального мира). Только в этом случае рост цены иностранной валюты означает относительное удешевление услуг, предоставляемых нашим торговым флотом, если их измерять в иностранной валюте, и только это может заставить наш флот (если, разумеется, конкуренция будет достаточно сильна, чтобы сделать спрос на его услуги эластичным) работать настолько интенсивно, что при этом возрастут доходы и в иностранной валюте, несмотря на конкуренцию иностранных флотов, ведущую к снижению их услуг в американских портах.

16. Теперь уже можно отбросить временно принятое нами условие о том, что появление спроса (предложения) на иностранную валюту, вызванного нетоварным импортом (экспортом), оставляет неизменными спрос импортеров и предложение экспортеров. Однако при этом необходимо помнить о том, что понятие "спрос как кривая спроса" и понятие "спрос как конкретная величина" отличаются друг от друга, и не смешивать их между собой.

Снижение стоимости импорта (в иностранной валюте), которое, как мы только что установили, обязательно сопровождается новым спросом на иностранную валюту со стороны экспортеров капитала, но отнюдь не приводит к падению спроса на нее со стороны товарных импортеров, а лишь уменьшает необходимое им ее количество. Уменьшение же это происходит в результате роста цен на иностранную валюту, которое вызвано спросом со стороны экспортеров капитала. Данная реакция валютного рынка графически может быть отображена перемещением точки **вдоль** (неизменяющейся) кривой спроса для товарных импортеров.

Теперь нам предстоит проверить, не происходит ли также и сдвига кривой спроса товарных импортеров (и кривой предложения товарных экспортеров) в результате появления нового спроса на иностранную валюту для покрытия всякого рода платежей, таких, как экспорт капитала, односторонние денежные переводы или платежи за услуги, оплаченные за рубежом.

Предположим, наблюдается рост спроса на зарубежные путешествия. Ясно, что люди, планирующие увеличение своих расходов на заграничные туры, должны предусмотреть снижение затрат в своем бюджете на другие вещи. Среди последних могут оказаться и такие, которые являются предметами импорта (например, вместо того чтобы потреблять импортные предметы питания, турист съест их за границей, сократив тем самым спрос на их импорт). Таким образом происходит сдвиг со статей импорта на статьи зарубежного туризма. В таком случае рост спроса на иностранную валюту из-за расходов на зарубежные путешествия может быть компенсирован снижением спроса на валюту со стороны товарных импортеров. Конечно, компенсация будет лишь частичной, поскольку потребительские расходы на статьи импорта должны включать также платежи за услуги по их размещению внутри страны (услуги импортеров, оптовиков, транспортников, розничных торговцев). Следовательно, не вся сумма, истраченная потребителями рассматриваемых товаров, должна учитываться спросом на иностранную валюту, в то время как, если просто перебросить эти расходы на зарубежные поездки, при покупке иностранной валюты ее нужно было бы учитывать целиком.

Часть покупательной способности, относимая к потреблению за рубежом во время путешествий, может включать покупку отечественных товаров, которые экспортируются за границу. Снижение внутреннего спроса на товары, входящие в статьи экспорта, может быть воспринято их производителями как расширение возможностей для продажи этих товаров на внешнем рынке и при известных условиях способно привести к возрастанию предложения иностранной валюты со стороны экспортеров. Тогда кривая предложения должна сдвинуться вправо и вниз.

Сказанное по поводу того, как туристический спрос может влиять на спрос на импорт и на предложение экспорта, а в конечном счете — на обменный курс, полностью относится и к другим источникам спроса на иностранную валюту. Теперь мы должны спросить, на каких же рынках реализуют свою покупательную способность те, у кого возникает спрос на иностранную валюту, и куда бы ушли те деньги, которыми владеют экспортеры капитала, не реши они вложить их в инвестиции за рубежом? Данные денежные фонды либо образуются в результате роста добровольных накоплений, либо представляют собой обычный поток таких накоплений, или, наконец, деньги для этого изымаются из уже имеющихся отечественных инвестиций (перебросы их внутри страны не учитываем)? А может быть, они поступают из бездействующих запасов ("из чулков") или в результате банковской кредитной экспансии, хотя в этом случае никакого снижения спроса при росте капитального экспорта не происходит? Поэтому последнюю возможность на время из рассмотрения исключим. Единственная статья, которая позволяет нам далее рассматривать возможные изменения циркуляции денег, — это интернациональные (межстрановые) трансакции.

17. Сдвиг кривых спроса импортеров и кривых предложения экспортеров в результате роста спроса на иностранную валюту со стороны туристов и экспортеров капитала нельзя ни в коем случае путать с теми знаменитыми сдвигами, которые происходят из-за "трансферта покупательной способности" при переходе из страны, производящей платежи, к стране, эти платежи получающей. Это совершенно другая материя, и мы не можем входить в рассмотрение ее до того, как изучим международное движение золота и краткосрочные

движения капитала. Поэтому пока будем считать, что на циркуляцию денег не оказывают влияния интернациональные трансакции и, следовательно, повышение спроса на иностранную валюту, вызванное зарубежным туризмом, не учитывает ту часть покупательной способности, которая связана с циркуляцией, а включает лишь ту часть, которая обусловлена изменением ее потока через национальную экономику страны<sup>11</sup>. Обратимся снова к рис. 3 и спросим себя, откуда приходят и куда уходят доллары, расходуемые экспортерами капитала на иностранную валюту (площадь прямоугольника LNRR). Правда, выражение "откуда приходят" в данном контексте вовсе не означает, по каким каналам доллары попали к экспортеру капитала, а скорее лишь исключает те направления, **куда они не пойдут**, поскольку предназначены для инвестиций за границей. В зависимости от того, произошло ли увеличение сбережений за счет отказа от потребления товаров, продаваемых на рынке (не важно — отечественных или импортных), или же за счет отказа от их производства для рынка (опять-таки неважно — для внутреннего или внешнего), ответ будет различным. На другой вопрос — "куда они уходят" — можно ответить совершенно определенно: к экспортерам товаров.

Если экспорт капитала или иные источники спроса на иностранную валюту, кроме спроса на нее со стороны товарных импортеров, отсутствуют, товарные экспортеры могут получить в свои руки валюты не больше и не меньше, чем ее истрачено товарными импортерами (площадь OMPQ на рис. 3). Когда же спрос на иностранную валюту со стороны экспортеров капитала начинает играть заметную роль, большая часть полного денежного потока перетекает к товарным экспортерам. Им достается все, что было истрачено на иностранную валюту и экспортерами капитала, и импортерами товаров, причем вторая сумма может быть как меньше, так и больше той, которая первоначально была израсходована на экспорт капитала.

Подобная перетасовка в распределении покупательной способности в национальной экономике позволяет ей импортировать больше товаров, делает ее более "импортальной", чем это допускали первоначальные кривые спроса импортеров и кривые предложения экспортеров, останься они неизменными. Правда, окончательное направление сдвига кривых нельзя рассчитать заранее. Дело в том, что хотя ранее мы приводили доводы в пользу роста спроса на иностранную валюту за счет туризма и экспорта капитала, однако столь же основательными могут быть и аргументы относительно изменения спроса на иностранную валюту со стороны товарных импортеров, причем как в сторону увеличения спроса, так и в сторону его уменьшения. Что же касается производственного потенциала, занятого в индустрии экспорта, то, даже если бы была возможность расходовать на статьи импорта значительно больше средств, чем составляют в сумме затраты на туризм и экспорт капитала, все равно их нельзя было бы отнести к туризму или экспорту капитала. И как экспорт капитала может проявить себя в повышении спроса на иностранную валюту со стороны товарных импортеров, так он в принципе не способен увеличить само количество иностранной валюты, необходимой этим импортерам.

18. Прежде чем перейти к анализу движения золота и краткосрочных перемещений капитала, необходимо сказать несколько слов о паритете покупательной способности (ППС). Теория ППС утверждает, что обменный курс определяется отношением покупательных способностей двух валют, и, если уровни цен в обеих странах рассматривать как независимые переменные, их отношение будет тем параметром, от которого зависит обменный курс.

Мы не станем углубляться в дискуссию о том, что такое "уровень цен", и постараемся далее обойтись без относящихся к этому вопросу строгих дефиниций, но для начала все же подчеркнем, что товарные цены ни в коем случае нельзя считать "заданными", поскольку они сами могут зависеть от интернациональных трансакций. Ведь даже в простейшем случае, когда мы пытаемся объяснить с помощью кривых спроса и предложения смысл условий, определяющих обменный курс, нам приходится опираться не на **актуальные** (реальные), а на **потенциальные** (ожидаемые) цены, так что и в отсутствие какой-либо инфляции или дефляции в обеих странах обменный курс между ними оказывается подвержен массе всяких случайностей. Тем не менее изменения обменного курса всегда определяются потенциальными ценами товаров, т.е. условиями спроса и предложения на рынках двух стран.

Ничто не может изменить так сильно обменный курс страны, как инфляция. В то время как смены вкусов, колебаний производительности, движений капитала и тому подобного едва хватает на подвижки курса в несколько процентов, инфляционный взлет зачастую характеризуется огромными числами. Именно потому, что колоссальные изменения курсов приводят к росту денежного обращения, последующие сдвиги спроса и предложения (которые весьма слабо отражаются привычным эффеизмом "изменение уровня цен") принято считать причинными факторами. И не приходится ни минуты сомневаться, что, когда в начале 20-х гг. обсуждались тогдашние фантастические взлеты курсов на валютных рынках, абсолютно правы были сторонники "инфляционной теории" и непростительно ошибались те, кто проповедовал теорию "платежного баланса". Никакие самые большие экономически возможные взлеты спроса на импорт и падения предложения экспорта вкупе с самыми фантастическими по тем временам потоками капитала не смогли бы привести к наблюдавшемуся обесценению валют, если бы не было инфляции. Именно тогда инфляция и приняла обличье "паритета покупательной способности".

Подходя к этой проблеме с иными мерками, следует оказать теории паритета покупательной способности полное доверие и тут же отчеканить как зарок: "Никогда обесценение собственной валюты не сваливать на "нужду в импорте", если для этого хватает одной инфляции". Такое ограничение не должно нам помешать

видеть, что изменения на валютном рынке, может, не столь грандиозные, как в послевоенный период, но все же достаточно внушительные, могут происходить также и без предшествующих им сдвигов в денежном обращении и паритете покупательной способности.

#### **Д. Движение золота, золотой стандарт и фиксированные обменные курсы**

19. До тех пор пока мы имели дело с такими источниками спроса и предложения иностранной валюты, как торговля товарами, обмен услугами, долгосрочные инвестиции и односторонние платежи, не касаясь при этом интернациональных движений золота и краткосрочных перемещений капитала, были все основания сказать, что наш анализ относится к "независимым валютам".

Но как только интернациональные движения золота (или других монетарных металлов) и краткосрочные перемещения капитала (между банками) становятся источниками спроса и предложения иностранной валюты, наш анализ должен быть распространен на такие системы, в которых эффективное обращение денег внутри страны уже не может быть независимым от интернациональных трансакций. Приток/отток золота, равно как приобретение денежных средств и размещение их на счетах в иностранных банках, приводит к изменениям в денежном обращении внутри страны. Смысл золотого стандарта состоит в том, что вводятся институты, гарантирующие покупку и продажу золота и валюты, находящихся на счетах в иностранных банках, по строго фиксированным ценам.

Оставим пока в стороне перемещения денег, находящихся на банковских счетах в разных странах, и займемся сначала движением золота между странами, которые заранее договорились (это наше условие), по какой цене они будут покупать металл друг у друга. Это условие — установление золотого стандарта, поддерживаемого обеими странами, — означает одновременно, что при некотором, вполне определенном обменном курсе становится абсолютно эластичным предложение иностранной валюты, а при другом, более низком обменном курсе — бесконечно эластичным спрос на нее.

При "ортодоксальном" золотом стандарте дело доходит до того, что финансовые органы сами даже не могут предложить купить или продать иностранную валюту — они покупают и продают только золото<sup>12</sup>. Однако не следует думать, что люди, желающие сделать заграничные платежи, должны сами закупать золото у финансовых властей. Излагаемая в старых учебниках сказка о бизнесмене, который, вознамерившись произвести некий зарубежный платеж и обнаружив, что цена иностранной валюты поднялась выше определенной отметки, покупает у себя в стране золото и везет его за рубеж, поскольку это обойдется ему дешевле, дает искаженное представление о реальной операции. Не поступаясь строгостью, проще представить себе **арбитражера**, который, купив золото у финансовых органов, везет его за границу и, продав там, предлагает полученную за него иностранную валюту на валютном рынке. Кроме того, нетрудно понять, что такой бизнес работает при строго постоянных предельных издержках, а предложение иностранной валюты имеет бесконечно большую эластичность, как только достигнут предельный уровень — экспортная золотая точка, и финансовые органы обеих стран соблюдают договоренность покупать и продавать золото по этой фиксированной цене.

По тем же причинам спрос "золотых" арбитражеров на иностранную валюту имеет бесконечную эластичность, как только цена на валюту опускается до импортной золотой точки. Им бы хотелось купить любое количество иностранной валюты по этой цене, поскольку затем они могут приобрести на нее золото за рубежом и, ввезя его в свою страну, продать финансовым органам.

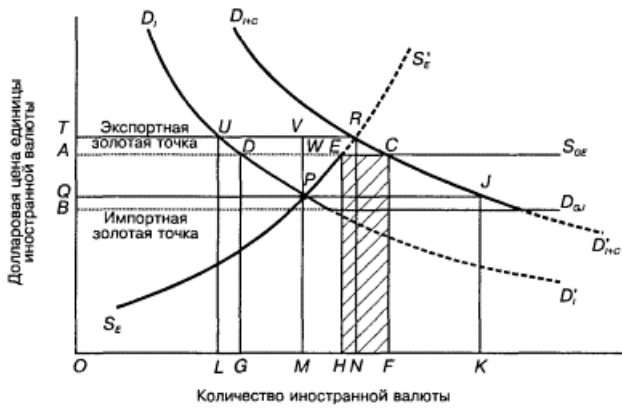
"Золотые" арбитражеры являются дилерами как золотого, так и валютного рынков. Чтобы отложить анализ движения золотовалютных резервов до следующего шага, сейчас просто примем, что "золотые" арбитражеры всегда имеют в своем распоряжении один и тот же суммарный запас средств в золоте и иностранной валюте. Иначе говоря, как только у них на руках оказывается какая-то избыточная сумма в валюте, они ее тут же реализуют — то ли продают конечным покупателям, т.е. тем, кому необходимо произвести платежи в иностранной валюте, то ли сами покупают на нее золото за рубежом для импорта в свою страну. Точно так же они немедленно пополняют свой золотовалютный "запас", либо покупая валюту у конечных продавцов, т.е. у тех, кто получает платежи в валюте из-за границы, либо покупая золото у "своих" финансовых органов для его экспорта за рубеж.

20. Пример функционирования валютного рынка в условиях золотого стандарта показан на рис. 4.

Предположим, что первоначальным источником международных платежей является только торговля товарами, причем  $D_1D_1'$  — спрос на иностранную валюту со стороны товарных импортеров и  $S_E S_E'$  — предложение иностранной валюты товарными экспортерами. Пусть  $OM$  представляет собой количество иностранной валюты, покупаемой и продаваемой при равновесном курсе  $MP$ . Стоимость экспорта равна  $OM$ , если ее измерять в иностранной валюте, и площади  $OMPQ$ , если ее измерять в долларах; импорт, разумеется, равен экспорту.

Когда появляется экспорт капитала, спрос на иностранную валюту возрастает до величины  $DI+CD'I+C$ . Из предыдущего анализа нам известно, что спрос товарных импортеров на иностранную валюту зависит от распределения потока доходов, связанного с экспортом капитала. Однако нам неизвестно, как изменится спрос на импорт, и поэтому будем считать его постоянной величиной (вместо этого можно предположить, что кривая  $D_{1+C}D'_{1+C}$  уже учитывает все сопутствующие изменения спроса на иностранную валюту).

<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера



**Рис. 4. Экспорт капитала при наличии притока золота**

В отсутствие золотого стандарта цена на иностранную валюту поднялась бы до OT (или NR), экспорт возрос бы до ON, а импорт упал бы до OL. Наличие же золотого стандарта не позволяет цене иностранной валюты подняться выше экспортной золотой точки OA. Но при этом обменном курсе предложение иностранной валюты становится абсолютно эластичным, т.е. кривая предложения резко меняет направление и идет параллельно горизонтальной оси. Перелом кривой предложения товарных экспортеров происходит в точке E, за которой ее заменяет "кривая" (горизонтальная прямая) предложения экспортеров золота SGE, имеющая бесконечную эластичность.

Эта новая кривая предложения пересекает кривую совокупного спроса  $D_{I+C}D'_{I+C}$  в точке C. При этом обменный курс FC (или OA) соответствует экспортной золотой точке, причем требования на иностранную валюту со стороны экспортеров капитала выражаются отрезком DC (или GF), а требования товарных импортеров — отрезком AD (или OG). Все количество требуемой валюты — AC (или OF) поставляется совместно товарными экспортерами, AE (или OH), и экспортерами золота, EC (или HF)<sup>13</sup>.

Таким образом, можно сделать вывод, что экспорт капитала сопровождается снижением товарного импорта ( $OG < OM$ ) и возрастанием товарного экспорта ( $OH > OM$ ) и чистого экспорта золота (HF), причем все величины измеряются в иностранной валюте:

$$\text{Экспорт капитала} = \text{Снижение товарного импорта} + \text{Возрастание товарного экспорта} + \text{Экспорт золота, т.е. } CF = GM + MN + HF.$$

Расчет же в национальной валюте может опять-таки привести к разным значениям, если эластичность спроса на импорт меньше единицы. В этом случае импорт в долларах должен расти, а не падать. Как следует из рис. 4, спрос импортеров в определенном диапазоне имеет эластичность, большую единицы, поэтому импорт снижается, даже если его измерять в долларах [ $OGDA < OMPQ$ ], при условии, что цена иностранной валюты возрастает от OQ до OA. Профицит торгового баланса обнаруживается и в долларах, и в иностранной валюте. Напротив, избыточный экспорт представлен отрезком GH в иностранной валюте и прямоугольником GHED в долларах, так что лишь в том случае, когда существовавший до этого равновесный обменный курс в точности соответствовал золотой экспортной точке, может возникнуть новый спрос на иностранную валюту, поскольку экспорт капитала приводит к избыточному экспорту (профициту торгового баланса) не непосредственно, а лишь через первоначально осуществляемый экспорт золота.

В этой новой ситуации, представленной на рис. 4, "платежный баланс" может быть записан следующим образом:

$$\text{Товарный экспорт} + \text{Экспорт золота} = \text{Товарный импорт} + \text{Экспорт,}$$

$$\text{т.е. } OH + HF = OC + GF \text{ и } OHEA + HFCE = OGDA + GFCD.$$

В отсутствие золотого стандарта товарный экспорт был бы больше (на величину HN), товарный импорт меньше (на величину LG), чем при золотом стандарте, а избыточный экспорт в точности был бы равен экспорту капитала. Существование золотого стандарта также допускает появление избыточного экспорта, но происходит это не сразу. Тем не менее проявиться он все равно должен, поскольку представленный на рис. 4 переход к равновесию происходит крайне медленно.

21. Главное отличие рассмотренной нами ситуации от проанализированных ранее схем связано с движением долларов, которые выплачиваются экспортерам золота. Эти доллары проходят совсем иной путь, нежели деньги, уплачиваемые товарным экспортерам. Товарные экспортеры выплачивают основную долю своего дохода от продаж (OHEA на рис. 4) производителям экспортных товаров, которые, в свою очередь, расходуют эти деньги на промежуточные продукты, факторы производства и т.д. В то же время экспортеры золота возвращают свой доход от продажи иностранной валюты (площадь HFCE на рис. 4 меньше их комиссионных и транспортных издержек) финансовым органам в качестве оплаты золота. Таким образом, большая часть денег в этом случае исключена из реальной сферы.



Если финансовые власти не проводят целенаправленной политики взаимозачетов, такое сужение денежного обращения приводит не только к изменению распределения денежной массы, но и к сокращению совокупного денежного дохода. Это сокращение денежного дохода, в свою очередь, влияет на спрос и предложение иностранной валюты вполне определенным образом<sup>14</sup>: спрос на нее со стороны и товарных импортеров, и экспортеров капитала падает, а предложение ее товарными экспортерами возрастает. Иначе говоря, кривые спроса сдвигаются влево, а кривые предложения — вправо.

Рост предложения и снижение спроса в первый момент может быть малозаметным и лишь слегка сдвигает рыночную цену иностранной валюты вниз от экспортной золотой точки. Затем экспорт золота еще более понизит денежное обращение внутри страны. В результате оттока золота из страны произойдет дефляция дохода, не сопровождающаяся взаимозачетами, что могло бы при известных условиях привести к уменьшению спроса на иностранную валюту и росту ее предложения. Если сдвиг кривых спроса и предложения на валютном рынке происходит лишь после длительной временной задержки (лага), то весьма вероятным становится обратный процесс: смещение моментов снижения спроса импортеров и роста предложения экспортеров приведет к тому, что, когда эти подвижки все-таки произойдут, цена на иностранную валюту опустится ниже импортной золотой точки, и это приведет к бесконечно большой эластичности спроса со стороны "золотых" арбитражеров на иностранную валюту. Они вынуждены будут платить товарным экспортерам долларами, только что выпущенными в оборот финансовыми властями для покрытия собственных платежей за импортное золото, и, таким образом, денежная масса, находящаяся в обращении, снова увеличится.

Когда доходы падают в результате оттока золота, снижение спроса на иностранную валюту становится почти неизбежным, в то время как рост предложения валюты при определенных обстоятельствах может и отсутствовать. Такого рода "ненормальные" условия, способные сделать эластичность кривой спроса отрицательной (см. п. 8), в сочетании с конкурирующими факторами делают реальным обратный сдвиг кривой предложения по сравнению с тем, который вызывает дефляция доходов. Отметим, что к главным "ненормальностям" следует отнести неэластичность иностранного спроса на статьи нашего экспорта и неэластичность иностранного предложения для субститутов тех же статей, а также условия, когда производимые нами товары являются потенциально (не актуально, а лишь в особых случаях) экспортными, но ввиду сильнейшей конкуренции их экспорт становится невозможен. Однако обратный сдвиг следует считать все же более "невероятным" явлением, чем обращение эластичности, особенно если притоку золота в другую страну не препятствует официальная стерилизация или запрет на его приобретение частными лицами. Если приток золота может беспрепятственно оказывать свое влияние на денежный доход в иностранной валюте, **ценовая эластичность** иностранного спроса на наш экспорт может стать очень малой и тогда, когда у наших товарных экспортеров не возникает барьеров в виде повышения цены иностранной валюты. Для этого достаточно, чтобы **эластичность спроса** по доходу в иностранной валюте для наших экспортеров не стала слишком малой. Было бы почти полным абсурдом полагать, будто бы и эластичность по цене, и эластичность спроса по доходу опустились столь низко, что ни возросшие доходы иностранных покупателей, ни сниженные нашими продавцами цены не смогли бы повысить стоимость экспорта в иностранной валюте.

Сдвиг вправо кривой иностранного спроса на наш экспорт, как это хорошо известно из знаменитой полемики вокруг проблемы трансфертов при выплате репараций, может оказаться результатом роста предложения иностранной валюты со стороны наших товарных экспортеров, даже если какую-то часть из них снижение цен вовсе не затрагивает.

22. Теперь было бы полезно обозреть все те конкурирующие между собой факторы, которые способствуют появлению экспортного излишка (профицита) в результате экспорта капитала или иного рода платежей иностранным государствам, представив полученные выше выводы в виде небольшого каталога:

- a) внутренняя покупательная способность, используемая для денежных переводов за границу, может снижаться за счет средств, предназначенных для покупки импортных товаров; как следствие, мы можем ожидать снижения спроса на иностранную валюту со стороны товарных импортеров;
- b) внутренняя покупательная способность, используемая для денежных переводов за границу, может снижаться за счет средств, предназначенных для покупки товаров, являющихся статьей экспорта; как следствие, мы можем ожидать роста предложения иностранной валюты со стороны наших товарных экспортеров;
- c) цена иностранной валюты растет; как следствие, количество иностранной валюты, необходимое нашим товарным импортерам, уменьшается;
- d) цена иностранной валюты растет; как следствие, количество иностранной валюты, предлагаемое нашими товарными экспортерами, может увеличиваться;
- e) покупка золота "съедает" часть внутренней покупательной способности; как следствие, спрос на иностранную валюту со стороны наших товарных импортеров падает;
- f) покупка золота "съедает" часть внутренней покупательной способности; как следствие, предложение иностранной валюты со стороны наших товарных экспортеров может возрастать;
- g) внешняя покупательная способность создается путем покупки золота иностранными финансовыми органами; как следствие, цены иностранных товаров могут повышаться, а спрос на иностранную валюту со стороны наших товарных импортеров может падать;

h) внешняя покупательная способность создается путем покупки золота иностранными финансовыми органами; как следствие, иностранный спрос на наш экспорт увеличивается и предложение иностранной валюты со стороны наших товарных экспортеров растет.

Факторы a, b, c и d могут быть существенными как при золотом стандарте, так и в случае независимых валютных систем; факторы e, f, g и h играют роль только при установлении золотого стандарта или при фиксированных обменных курсах. Факторы a, b, e, f, g и h ответственны за сдвиг кривых спроса и предложения, тогда как факторы c и d характеризуют движение **вдоль** этих кривых, описывающих состояние валютного рынка. Факторы a и b не являются безусловными ориентирами; факторы e и f срабатывают только в отсутствие "дискриминационной" политики или таможенных барьеров в стране, производящей платежи; факторы g и h срабатывают только в отсутствие "стерилизационной" политики или таможенных барьеров в стране, получающей платежи; факторы g, d и f не срабатывают при "ненормальных" условиях (т.е. когда ценовая эластичность иностранного спроса на наш экспорт слишком мала и не уравнивается низкой эластичностью нашего предложения на этот экспорт); фактор g может не срабатывать или даже срабатывать наоборот, если эластичность внутреннего спроса на иностранные товары станет меньше единицы. При нормальных условиях на рынке и правильном функционировании золотого стандарта факторы c, d, e, f, g и h будут срабатывать, как того следует ожидать; большинство из них выполняют свою функцию лучше, когда отсутствуют или малы другие возмущения; некоторые из этих факторов могут действовать одновременно, однако их действие может быть осложнено возмущениями, связанными с мгновенными изменениями потоков капитала или односторонними платежами.

Только что упомянутое "правильное" функционирование золотого стандарта отнюдь не предполагает обязательного подкрепления с помощью денежной экспансии в случае притока золота или ограничения кредитов в случае его оттока. Иными словами, для нормальной работы этого механизма вовсе не обязательно, чтобы денежное обращение усиливалось или ослаблялось в той же пропорции, в какой происходит приток или отток золота. "Автоматическое" увеличение скорости денежного обращения при покупке золота финансовыми органами (или просто банками) и такое же "автоматическое" уменьшение скорости обращения денег при продаже золота теми же органами — вот все, что необходимо и оправданно, если следовать теории равновесия в международном масштабе.

23. Наш анализ остается справедливым, если принципы старой "ортодоксальной" системы золотого стандарта заменить новыми. Так, можно отказаться от ограничения, что все законные покупки и продажи золота осуществляются только финансовыми органами (будь то их отношения с **арбитражерами** или с частными лицами), и передать это право Фонду стабилизации валюты [*Созданное в 1934г. с целью стабилизации валюты подразделение Министерства финансов США на средства, полученные в виде "прибыли" от уменьшения содержания золота в долларе.*], который и должен поддерживать стабильный курс внутри достаточно узкого коридора.

При старой системе бесконечно большая величина эластичности спроса на иностранную валюту поддерживалась усилиями "золотых" арбитражеров, которые покупали иностранные золотовалютные резервы на нижней золотой точке, чтобы импортировать золото в страну и продавать его здесь финансовым органам.

При новой системе бесконечно большая величина эластичности спроса на иностранную валюту поддерживается фондом стабилизации, который покупает все золотовалютные резервы, предлагаемые по цене нижней золотой точки, поэтому ниже этой точки цена резервов (золота и валюты) упасть не может.

Бесконечная величина эластичности предложения на иностранную валюту при старой системе поддерживалась "золотыми" арбитражерами, которые продавали (по цене верхней золотой точки) золотовалютные резервы, приобретенные ими за счет экспорта золота, купленного ими же у финансовых органов в собственной стране.

При новой системе бесконечная величина эластичности предложения иностранной валюты поддерживается Фондом стабилизации валюты, продающим все золотовалютные резервы, на которые имеется спрос, по цене верхней золотой точки, поэтому цена иностранной валюты не может подняться выше этой точки.

Но если Фонд стабилизации не прибегает к операциям с малыми объемами золотовалютных резервов, а использует все свои резервы, когда требуется продать золото на внешнем рынке, и, кроме того, продает золото и покупает его у центральных банков своей страны [*Напомним, что в США существует 12 центральных банков, образующих Федеральную резервную систему (ФРС).*], когда это им необходимо, фонд по сути ничем не отличается от крупномасштабного "золотого" арбитражера, действующего так же, как обычный "золотой" арбитраж? в ортодоксальной системе золотого стандарта. С теоретической точки зрения это отличие несущественно.

Вместо того чтобы продавать золото финансовым органам и покупать его у них, Фонд стабилизации может хранить золото на собственном счете ("неактивный счет"). Возникает вопрос: откуда берутся доллары, которыми оплачиваются золотовалютные резервы, если сам Фонд не уполномочен производить их эмиссию? Прежде всего следует отметить, что уже при основании Фонд получил достаточно наличных средств в национальной валюте, поэтому нет смысла спрашивать, откуда они взялись. Далее, Фонд "истощается" (т.е. списывает со своего неактивного счета), когда приобретает золото, и "накапливает" (т.е. записывает на свой неактивный счет), когда продает золото. Но в таком случае выводы, которые были сделаны в предыдущем пункте, целиком переносятся сюда: эффективное количество денег, находящихся в обращении внутри страны,

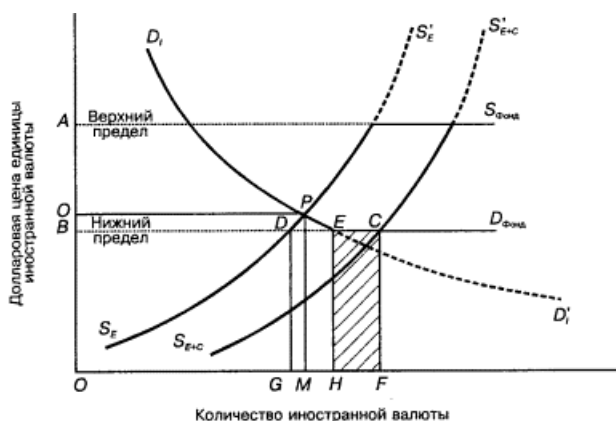
<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера

возрастает, когда фонду требуются золотовалютные резервы, поскольку его "истощение" "съедает" с избытком поступления от внутренней эмиссии, и, наоборот, эффективное количество денег внутри страны уменьшается, когда Фонд предлагает золотовалютные резервы, поскольку тогда его "накопления" с избытком компенсируют потери долларовой массы.

В известных случаях Фонду может не хватить запасов в собственной валюте. Тогда он может получить необходимое для покупки предложенных ему золотовалютных резервов количество национальной валюты путем заимствований у банков. Точно так же Фонд может использовать национальную валюту (доллары), которую он получил от продажи золотовалютных резервов, для погашения своего долга банкам. И в этом случае мы видим, что результаты ранее проведенного анализа остаются в силе, если только банки имеют достаточный избыток резервов (т.е. резервное покрытие столь велико, что банковское предложение кредитов оказывается в известном смысле бесконечно эластичным). Расширение банковского кредитования Фонда для приобретения им золотовалютных резервов и погашение Фондом этих займов за счет продажи банкам золотовалютных резервов приводят к тем же изменениям во внутреннем денежном обращении, что и "автоматическое регулирование" при ортодоксальном золотом стандарте.

24. Совершенно иная ситуация возникает в том случае, когда Фонд стабилизации валюты финансирует свои покупки путем заимствований не у банков, а в частном секторе, либо у тех банков, которые не имеют достаточно большого резервного покрытия, или в том случае, когда Фонд использует свои поступления от продаж для покрытия займов не у банков, а в частном секторе, либо у банков с недостаточным резервным покрытием ("короткая позиция"). Во всех таких случаях покупки и продажи золотовалютных резервов Фондом эффективное денежное обращение внутри страны не возрастает и не уменьшается на полную величину купленных или проданных золотовалютных резервов.

Теперь допустим, что возникает импорт капитала и Фонд в соответствии с проводимой политикой покупает золотовалютные резервы (или просто золото), стоимость которых в долларах выражается прямоугольником HFCE (рис. 5), заимствуя эти доллары в частном секторе. Если частный сектор и в самом деле вдруг стал настолько бережливым, что может снабдить Фонд требуемой суммой долларов (HFCE) из новых свободных накоплений, тогда эта сумма в виде трансферта через Фонд перейдет к продавцам иностранной валюты, т.е. к импортерам капитала. При этом не произойдет никакого увеличения денежного обращения внутри страны; в этом смысле импорт капитала и покупку валюты фондом можно назвать нейтральными.



**Рис. 5. Импорт капитала, возникающий в результате покупки золотовалютных резервов Фондом стабилизации валюты**

Предположение об одновременном всплеске бережливости граждан и "активизации" платежного баланса кажется весьма произвольным. Поэтому представим, что Фонд пытается произвести заимствования у граждан, склонность которых к бережливости и накоплениям стабильна. Полный спрос на заемные средства возрастает до такой величины, когда становится бесконечно большой эластичность спроса на иностранную валюту как раз в таком диапазоне, который необходим Фонду (т.е. до величины HFCE). Иначе говоря, Фонд изыскивает ликвидные средства для покупки иностранной валюты или золота, а денежный рынок за счет этого становится более жестким (дорогим)<sup>15</sup>. Рост процентных ставок побудит некоторых держателей денег "в чулке" пустить их в дело. Таким образом, поскольку большая часть денег, необходимых Фонду, еще только извлекается из других источников, его баланс находится в неактивном состоянии. Только малая часть из этих HFCE долларов, выплаченных Фондом продавцам иностранной валюты, окажет влияние на рост эффективного денежного обращения. Большая их часть будет состоять из активных денег, которые уйдут, вероятнее всего, по другим каналам. Иными словами, золото, приобретаемое фондом, "стерилизуется"<sup>16</sup>.

<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера

Такой же результат получается и тогда, когда банки участвуют в финансировании закупочных операций фонда, не имея достаточно большого избыточного резервного покрытия. В этом случае повышение процентной ставки может оказать лишь весьма слабое влияние на кредитную экспансию банков, причем основная доля займов, предоставляемых Фонду (это главным образом казначейские векселя — Treasury bills), идет в зачет других займов и инвестиций. И лишь в том случае, когда предложение банковских кредитов абсолютно эластично, эффективное денежное обращение может возрасти на полную величину той денежной массы, которую Фонд стабилизации взял взаймы, чтобы финансировать свой абсолютно эластичный спрос на иностранную валюту. Если же эластичность предложения банковских кредитов не бесконечно велика, только некоторая доля занятых Фондом средств участвует в расширении денежного обращения.

Напротив, если экспорт капитала вынуждает Фонд продавать золото (или иностранную валюту) и если Фонд использует вырученные при этом средства для покрытия своих долгов банкам (т.е. продает им обратно казначейские векселя), из обращения изымается эта сумма в полном объеме лишь в том случае, когда банки сполна покрывают свои избыточные резервы. Если же заемные средства банкам возмещаются не полностью, они могут тем не менее снова давать займы (кредитовать) и производить инвестиции за счет приносящих доход активов (earning assets) и срочных депозитов, переданных в качестве покрытия платежей через фонд<sup>17</sup>. Таким образом, лишь часть средств, полученных фондом от экспортеров капитала и возвращенных банкам, ответственна за сокращение денежного обращения.

Вернемся к рис. 4 и будем теперь считать, что Фонд стабилизации валюты получает иностранную валюту на сумму HF (за счет продажи золота) и продает ее за HFCE долларов. Предположим далее, что эти HFCE долларов Фонд использует для покрытия банковских долгов, выкупая, скажем, у них на эту сумму казначейские векселя. Дефляционный эффект в данном случае зависит главным образом от эластичности предложения банковских кредитов. Если все свои средства банки уже пустили на заимствования (отдали в кредит) и поэтому их кредитное предложение имеет нулевую эластичность, ни один доллар из этой суммы HFCE не поступит в обращение (если пренебречь очень коротким промежутком времени), поскольку банки запланировали эти средства для других целей. (Какая-то малая доля, конечно, может быть оставлена, если это мотивировано понижением процента.) Но если банки обладают богатыми резервами и их предложение кредитов бесконечно эластично, тогда **вся** долларовая масса HFCE будет выплеснута в свободное обращение. И наконец, если эластичность банковского предложения кредитов находится между нулем и бесконечностью, дефляционная нагрузка будет колебаться между нулем и HFCE.

Следует еще раз подчеркнуть, что эффекты, возникающие в денежном обращении, меняют знак на обратный в том случае, когда импортеры или экспортеры капитала предпочитают пользоваться неактивными банковскими счетами. Тогда предложение банковских кредитов неабсолютно эластично, и приток иностранной валюты ведет к дефляции, а ее отток — к инфляции.

25. В период 1934—1939 гг. стабилизационный Фонд избегал накопления больших количеств иностранной валюты. Как только в его распоряжении оказывалась эта валюта, он тут же старался обратить ее в золото, покупая его за границей, а когда ему требовалась иностранная валюта, он приобретал ее, продавая за границу золото. Однако случалось, что Фонд предпочитал оставить у себя некоторое количество иностранной валюты.

Он мог пополнять эти запасы, покупая валюту, и истощать их, продавая ее. В таком случае движение иностранной валюты становилось заменителем (субститут) интернациональных потоков золота.

Попробуем представить возникающую при этом ситуацию с помощью рис. 4 и 5. Золото в таком случае не экспортируется совсем, и запасы иностранной валюты Фонда уменьшаются на величину HF (рис. 4) при продаже ее экспортерам капитала. Золото не импортируется, но Фонд увеличивает свои запасы иностранной валюты на величину HF (рис. 5), закупаая ее у импортеров капитала. В наши выводы относительно баланса международных платежей достаточно внести лишь одну поправку.

В п. 20 было установлено, что величина экспорта капитала (GE на рис. 4) равна величине снижения товарного импорта (GM) плюс увеличение товарного экспорта (MH) и плюс чистый экспорт золота (HF) (все величины измеряются в иностранной валюте). Теперь же, когда ситуация изменилась, не требуется особых усилий, чтобы установить, что величина экспорта капитала (GF) должна равняться величине падения товарного импорта (GM) плюс величина прироста товарного экспорта (MH) и плюс величина чистого падения краткосрочных запасов иностранной валюты (HF). Уменьшение средств на счетах иностранных банков есть результат покрытия своих обязательств (долгов) нерезидентами, что на профессиональном языке означает краткосрочный поток капитала из-за рубежа в нашу страну. Таким образом, мы приходим к следующей модифицированной записи баланса, учитывающей изменения в международных транзакциях:

$$\text{Долгосрочный экспорт капитала} = \text{Снижение товарного импорта} + \text{Рост товарного экспорта} + \\ \text{Краткосрочный импорт капитала,} \\ \text{т.е. } GF = GM + MH + HF.$$

Платежный баланс для временного промежутка, в течение которого кривые на рис. 4 остаются неподвижными, теперь должен читаться так:

$$\text{Товарный экспорт} + \text{Краткосрочный импорт капитала} = \text{Товарный импорт} + \text{Долгосрочный экспорт} \\ \text{капитала,} \\ \text{т.е. } OH + HF = OC + GF \text{ и } OHEA + HFCE = OGD A + GFCD.$$



Очевидно, такое положение не может быть состоянием абсолютного равновесия. Чтобы убедиться в этом, достаточно заметить, что краткосрочные запасы иностранной валюты должны рано или поздно иссякнуть. Такая же ситуация нестабильности обнаруживается и при золотом стандарте, если ограничен запас золота. Из этой нестабильности временное равновесие возникает лишь благодаря дефляционному эффекту, который создает "краткосрочный импорт капитала". Последнее выражение не совсем удачно описывает реальный феномен: средства, находящиеся на счетах иностранных банков, временно оказываются в распоряжении Фонда стабилизации валюты.

Масштаб дефляционного эффекта зависит, как было ранее показано, от того, как распорядится Фонд средствами, полученными от продажи иностранной валюты. При определенных обстоятельствах дефляционный эффект может вызвать сдвиг кривой предложения иностранной валюты вправо, а кривой спроса — влево. Безусловное равновесие баланса международных платежей записывается в этом случае в виде равенства величины возросшего товарного экспорта сумме уменьшившихся величин товарного импорта и долгосрочного экспорта капитала.

Обсудим вкратце также противоположный случай долгосрочного импорта капитала. Временное (переходное) изменение платежного баланса представляется теперь, как можно видеть из рис. 5, следующим уравнением:

$$\text{Долгосрочный импорт капитала} = \text{Снижение товарного экспорта} + \text{Возрастание товарного импорта} + \text{Краткосрочный экспорт капитала},$$

т.е.  $GF = GM + MH + HF$ .

"Краткосрочный экспорт капитала" в этом балансовом уравнении представляет собой, разумеется, не что иное, как покупку иностранной валюты, или, точнее, открытие счета Фондом стабилизации в иностранном банке. В покрытие обязательств перед иностранными банками фонд "экспортирует" краткосрочный капитал, который составляет часть долгосрочного импорта капитала. Термин "краткосрочный экспорт капитала" и в этом случае не совсем точно описывает ситуацию, т.е. покупку Фондом валюты в иностранном банке.

Такого рода транзакция вызывает инфляционный эффект, масштаб которого будет зависеть от того, каким путем Фонд собирается финансировать приобретение иностранной валюты. Инфляционный эффект, в свою очередь, вызовет, с одной стороны, падение предложения иностранной валюты (за счет сокращения как товарного экспорта, так и импорта капитала), а с другой — рост спроса на иностранную валюту со стороны товарного импорта. В результате названных сдвигов в конечном счете наступит равновесие, при котором возросший товарный импорт станет равным сумме уменьшившихся величин товарного экспорта и долгосрочного импорта капитала.

## **Е. Валютные спекуляции и процентные ставки**

26. Ранее мы отказались от предположения о независимости валютных систем и сосредоточились на анализе организованного стабилизационного механизма. Сначала в пп. 19—22 был изучен механизм стабилизации, основанный на "ортодоксальном" золотом стандарте с легально гарантированной куплей-продажей золота, а затем в пп. 23—25 мы проанализировали механизм "модернизированной" системы золотого стандарта, когда купля-продажа золота и иностранной валюты передается в ведение фонда стабилизации валюты.

Отказ от предположения, что существует специально созданный механизм стабилизации валюты, не означает возврата к плавающим обменным курсам и тем более — к вполне независимым валютам. Во-первых, стабилизация может быть результатом постоянных усилий по привязке курса, осуществляемых коммерческими банками и валютными дилерами. Во-вторых, краткосрочные движения иностранной валюты, отражающиеся в балансовых счетах банков независимо от того, является курс фиксированным или плавающим, как правило, приводят к изменениям в денежном обращении внутри страны, обесценивая сам критерий "независимости" валюты.

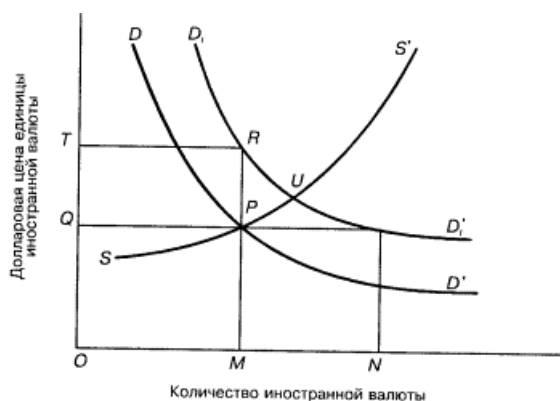
Целенаправленные усилия по стабилизации со стороны коммерческих банков и валютных дилеров могут быть мотивированы тайными или явными соглашениями между ними, либо их общей верой в незыблемость стоимости валют, либо, наконец, что наиболее правдоподобно, их уверенностью в то, что существует некий организованный стабилизационный механизм или скрытая, неафишируемая стабилизационная политика финансовых властей. Этот последний мотив как раз и делает возможной такую ситуацию, когда фактическая стабилизация обменных курсов достигается путем купли-продажи иностранных валют коммерческими банками и дилерами в отсутствие какого бы то ни было реального (но существующего в воображении участников рынка) стабилизационного механизма, организуемого официальными властями.

Диапазон, на нижней границе которого спрос, а на верхней — предложение иностранной валюты становятся абсолютно эластичными, очевидно, уже того, в пределах которого спрос и предложение диктуются исключительно свободными действиями коммерческих банков и дилеров. Если свободная игра дилеров и банков происходит внутри того диапазона, на границах которого поддержание стабильности есть забота официальных органов (по ортодоксальной или модернизированной схеме), тогда бесконечно большую эластичность спроса и предложения в первом случае можно отнести за счет стараний банков и дилеров, во втором — за счет финансовых органов.

В отсутствие эффективно действующего официального механизма кривые предложения и спроса должны обнаружить свои обычные свойства: первая — направленность слева вверх, вторая — направленность слева

вниз. И это только за счет готовности и стараний частного сектора. Усилия по стабилизации (привязке) курса частным сектором постепенно истощают его ресурсы предложения иностранной валюты, и когда они полностью иссякнут, новые кредиты можно будет получить лишь под более высокий процент. Те же усилия по стабилизации истощают возможности частного сектора по части спроса на иностранную валюту, причем "потолком" служит кредитная экспансия официальных органов, которая вынуждает заимствовать доллары по более высокой процентной ставке. Описанную ситуацию иллюстрирует рис. 6.<sup>19</sup>

Вполне возможно, механизм привязки (стабилизации) валютного курса за счет средств частного сектора окажется эффективным настолько, что сможет обеспечить совершенную эластичность спроса и предложения для пары валют в таком широком диапазоне, которого вполне достаточно для большинства практических целей. (На рис. 6 предложение дилеров вполне удовлетворяет растущий спрос.) Правда, этот механизм с большей вероятностью обнаруживает свои инфляционные и дефляционные свойства, поскольку купля-продажа иностранной валюты происходит на уровне частных банков и дилеров, и если теперь покупка иностранной валюты ведет к росту денежного обращения в стране, а ее продажа — к его сокращению, то те "корректирующие" сдвиги рыночных кривых спроса и предложения, о которых говорилось выше, происходят прежде, чем в дело вступают стабилизирующие силы частного сектора. Поэтому нам предстоит проанализировать степень воздействия на денежное обращение внутри страны купли-продажи иностранной валюты коммерческими банками и дилерами.



**Рис. 6. Экспорт капитала при продаже валюты дилерами**

27. Если коммерческие банки осуществляют стабилизацию (привязку) обменного курса, то совершенно очевидно, что любая покупка ими валюты ведет немедленно к росту, а любая продажа валюты — к сокращению денежного обращения (включая чековые депозиты). Возникает вопрос: препятствует ли продажа иностранной валюты приобретению ими других активов и, наоборот, открывает ли новые возможности для приобретения других активов покупка иностранной валюты? Покупка валюты не может привести к росту денежного обращения, если эта покупка препятствует кредитованию, т.е. ограничивает кредитную экспансию. В то же время и продажа валюты не приведет к росту денежного обращения, если банки используют предоставившуюся возможность (свободные средства) для приобретения новых активов. Но так ли все происходит на самом деле?

Ответ зависит от двух обстоятельств. Во-первых, от того, насколько подвижна величина отношения банковских резервов к депозитам (резервная норма) и насколько широки возможности получения банками кредитов (надежность "заемных резервов"). Во-вторых, можно ли иностранную валюту использовать в качестве резервов. Если можно, то инфляционный эффект от их приобретения и дефляционный эффект от их продажи несомненны. Ведь указанные эффекты усиливаются за счет вторичной экспансии (во втором случае — сжатия) кредитов, вызванных подобными "изменениями резервной нормы". В Соединенных Штатах закон регулирует величину резервов частных банков, причем эти резервы должны храниться на счетах банков Федеральной резервной системы. Таким образом, счета в иностранной валюте не являются резервами и приобретение валюты путем создания чековых депозитов понижает резервную норму, тогда как продажа валюты путем изъятия из обращения чековых депозитов ее увеличивает. Следовательно, в Соединенных Штатах первое из упомянутых выше условий выполняется.

Если бы резервная норма была строго фиксирована, покупка иностранной валюты коммерческими банками была бы возможна только за счет новых займов и инвестиций частного сектора или ссуд, предоставленных центральными банками, коль скоро этот канал для некоторых из них еще открыт. Когда же возможности заимствования исчерпаны ("loaned up"), но банк хочет приобрести иностранную валюту по сегодняшней низкой цене и хранить ее, пока эта цена не поднимется, он может произвести такую операцию, либо сделав переучет части своего вексельного портфеля (учтя векселя второй раз), либо передав часть своего инвестиционного портфеля федеральному резервному банку. Если же у банка есть возможность получить кредит, но он имеет большие избыточные резервы, которые ему хотелось бы сократить, банк вправе приобретать и переводить на

<https://forex-grail.ru> – Библиотека Трейдера

свои счета за границей иностранную валюту без каких бы то ни было ограничений. Таким образом, мы приходим к выводу, что гибкость резервной нормы и гибкость величины резервов — это те параметры, от которых зависит инфляционный эффект, инициируемый покупкой иностранной валюты коммерческими банками.

Аналогично продажа коммерческими банками иностранной валюты может привести к дефляции, если банки захотят повысить свое резервное отношение (т.е. создать избыточные резервы) или если они держали часть этих резервов "про запас" и теперь захотели бы их продать. Однако в том случае, если резервы не используются в виде ссуд, а резервное отношение поддерживается все время на одном уровне, поэтому банки имеют возможность в тот же момент, когда продают иностранную валюту, приобрести другие активы, никаких дефляционных последствий эти продажи не вызывают.

Таким образом, можно сделать вывод, что существующая на сегодняшний день практика поддержания резервного отношения с передачей резервов в ведение центрального банка является достаточно гибким инструментом, позволяющим коммерческим банкам покупать и продавать иностранную валюту, не вызывая при этом дефляционных эффектов.

28. Если не банки, а лишь частные дилеры участвуют в процессе стабилизации (привязки) обменного курса, резонно спросить: откуда эти дилеры получают средства для своих операций по купле-продаже валюты? Если они берут у банков ссуды и используют эти заемные средства для покупки валюты, а продав ее, расплачиваются с банками, ситуация остается почти такой же, как только что описанная выше. Только вместо иностранной валюты отношения банков с валютными дилерами строятся на вексельной основе: вексельный портфель банков пополняется, когда дилеры покупают валюту, и истощается, когда они ее продают.

Дело в том, что дилерская практика аккумуляции неактивных, наличных денег для проведения операций купли-продажи иностранной валюты может привести к дефляции или инфляции в том случае, когда это влечет за собой изъятие или, наоборот, подпитку денежной массы, находящейся в обращении (и проявляется это, скорее, через скорость обращения денег, чем через их количество). Когда и дилерская наличность, и создаваемые банками кредитные деньги могут быть использованы для покупки иностранной валюты только на открытом рынке и должны поэтому рассматриваться как внебанковские источники, инфляционный эффект такой покупки незначителен: он сводится лишь к истощению объема дилерской тезаврации вследствие некоторого повышения процентной ставки. Аналогичным образом дефляционный эффект дилерской продажи иностранной валюты будет ограничен некоторым увеличением тезаврации наличности при небольшом снижении процентной ставки. Повторяем: это при условии, что дилеры не имеют банковских счетов (не прибегают к банковским фондам), а используют в своих валютных операциях только займы из частных накоплений.

Однако более распространенной является практика финансирования дилерских операций путем банковского кредитования. И в этом случае, как мы уже повторяли неоднократно, покупка иностранной валюты ведет к инфляционному, а ее продажа — к дефляционному эффектам. Таким образом, последствия обычных дилерских транзакций с иностранной валютой весьма схожи с теми, которые сопровождают движение золота в ортодоксальной схеме.

Резкая грань, проводимая многими авторами между интернациональным золотым стандартом и другими монетарными системами, видимо, не столь уж основательна с чисто экономической точки зрения. Постоянно перевозносимая теория золотого стандарта более подходит, например, к тому случаю, когда легально существует плавающий обменный курс и торговцы валютой имеют возможность проводить свои операции, пользуясь услугами высоколиквидных банков, но отнюдь не к лицемерной схеме легального золотого стандарта, при котором центральный банк продает золото, не препятствуя в то же время коммерческим банкам в оперировании своими депозитами.

29. Современные авторы публикаций на данную тему склонны видеть "радикальное отличие" между краткосрочными движениями на валютных балансах банков и международным движением золота, когда дело касается их влияния на цены и доходы. Подобный взгляд может быть оправдан, лишь когда речь идет о вторичных эффектах экспансии или сокращения денежного обращения, вызванных движением золота в условиях резервирования: перемещение некоторого количества золота может вызвать мультипликативные эффекты банковской кредитной экспансии в одной стране и кредитного сжатия — в другой. Но, как уже отмечалось в п. 22, **вторичные** эффекты экспансии и сжатия объемов банковских кредитов не только не обязательны, но даже не могут быть обоснованы в рамках теории равновесия международной экономической системы. Именно это равновесие составляет ядро того механизма, который отвечает за "трансферт" покупательной способности и в числовом выражении эквивалентен международным платежам.

А раз так, то нет никаких оснований полагать, что золото, ушедшее из одной страны и попавшее в другую, представляет собой нечто большее, чем эквивалент покупательной способности, и что существует большая разница между потоками золота и движением банковских счетов. Возвращаясь к примеру на рис. 4, можно сказать, что поток золота понизит, видимо, денежное обращение в стране-покупателе на HFCE долларов и увеличит его в стране-получателе на HF единиц в ее валюте. Теперь допустим, что золото не экспортируется, а количество HF иностранной валюты покупается (экспортерами капитала) в отечественных банках. Такая транзакция сократит на HFCE долларов объем депозитов в стране-покупателе. В стране-получателе HF единиц ее валюты перейдет при этом (по всей вероятности) с неактивных счетов в иностранных банках на активные

счета частных лиц, которые и будут использованы экспортерами капитала для покупки ценных бумаг. Количество денег, ушедшее из одной страны, соответствует такому же количеству, "активизированному" в другой стране, причем в стране-покупателе будет наблюдаться эффект дефляции, равный сокращению объема денежной массы  $M$ , тогда как в стране-получателе обнаружится эффект инфляции, численно равный возрастанию скорости обращения  $V^{20}$ .

В какой стране следует учитывать изменение денежной массы, а в какой — скорости обращения, зависит от способа оплаты. Например, можно выписать чек на банк в собственной стране (т.е. долларовый чек), и тогда иностранный банк, которому следует заплатить по этому чеку, может увеличить свой долларовый депозит. В этом случае изменится  $V$  в нашей (долларовой) стране и  $M'$  — за рубежом. Но можно, как в предыдущем примере, произвести оплату путем драфта, т.е. поручить отечественному банку перевести на депозит зарубежного банка требуемую сумму в валюте, и тогда  $M'$  изменится в нашей стране, а  $Y$  — за рубежом. Обратимся теперь к рис. 5. Очевидно, когда иностранный банк производит выплату нашему банку, выписывая чек на сумму  $HF$  единиц в иностранной валюте, на счете нашего банка появляется новый депозит в  $HFCE$  долларов. При этом происходит трансферт  $HF$  единиц в иностранной валюте с активных (вероятнее всего) счетов отправителей на неактивные (беспроцентные) счета наших банков, которые выкупили (учли) валютные чеки наших покупателей. Одновременно в стране, производящей платеж, обнаруживается дефляционный эффект в форме снижения скорости денежного обращения и инфляционный эффект в стране — получателе платежа в форме увеличения циркулирующей денежной массы.

30. Наиболее важное отличие методов стабилизации обменного курса с помощью центральных банков (или создаваемых ими фондов) от стабилизации без участия центральных банков состоит в поведении процентной ставки. Когда золото или валюту покупают центральные банки, возрастают резервы всех банков — членов ФРС [Все национальные коммерческие банки являются членами ФРС, тогда как банки штата могут получить, а могут и не получить такой статус. По закону банки — члены (member banks) ФРС обязаны иметь резервы, состоящие из кассовых остатков наличности (их сейфовая наличность) и депозитов, размещенных в Федеральном резервном банке; резервы по закону должны составлять определенную долю суммы депозитов клиентов коммерческого банка (резервная норма).]; то же самое происходит, когда иностранную валюту покупает Фонд стабилизации, получая необходимые для этого средства от центрального банка, например путем выпуска золотых сертификатов. Тем самым достигается накопление избыточных резервов банковской системы, повышение ликвидности фирм и частных инвесторов, что в конечном счете ведет к рынку дешевых денег [Дешевые деньги (easy money) — это деньги, которые могут быть относительно легко и под низкий процент получены в результате предложения избыточных банковских резервов.] и снижению процентной ставки. В то же время, когда иностранную валюту покупают коммерческие банки, дилеры или валютные спекулянты, используя для этого заемные средства, полученные у коммерческих банков (вообще на денежном рынке), избыточные резервы банков, а также ликвидность фирм и частных инвесторов снижаются. И то же самое происходит, если Фонд стабилизации покупает иностранную валюту, занимая для этого средства у коммерческих банков или на открытом рынке, например путем выпуска казначейских векселей [Казначейский вексель (Treasury Bill) — американская государственная краткосрочная ценная бумага, которая продается на еженедельных торгах и имеет срок обращения от 91 до 182 дней.]. Если эластичность предложения банковских кредитов не бесконечна, результатом этих действий становится приток иностранной валюты и удорожание денежного рынка (повышение процентных ставок).

Разумеется, верно и обратное, когда происходит отток из страны золота или иностранной валюты. Если центральный банк будет продавать золото либо иностранную валюту или если валюту станет продавать Фонд стабилизации, используя выручку от продажи на покрытие полученных от центрального банка займов, избыточные резервы коммерческих банков и ликвидные средства фирм и частных лиц начнут истощаться. Но если иностранную валюту продают коммерческие банки, а затем используют выручку для покрытия своих долгов по займам (либо помещают ее в ликвидные средства на денежном рынке), их избыточные резервы возрастают (или им становятся доступны дополнительные ликвидные средства). И если в предыдущем случае наблюдалась тенденция к повышению процентной ставки, то теперь будет наблюдаться тенденция к ее понижению.

Итак, если никакие средства центрального банка не привлекаются к транзакционным операциям по стабилизации обменного курса, поток капитала может вызвать временное понижение процентной ставки в стране, откуда капитал уходит, и столь же временное ее повышение в стране, куда он приходит. И как бы парадоксально это ни выглядело, но дело обстоит именно так. Когда мы представляем себе британского капиталиста, покупающего американские ценные бумаги, то, как правило, ассоциируем это с предположением, что на американском рынке в результате данной операции процентные ставки должны понизиться. К такому выводу нас склоняет привычная аргументация: любая транзакция, вызывающая повышение спроса на американские ценные бумаги, должна приводить к повышению их цены, что эквивалентно снижению долгосрочных процентных ставок. Данное рассуждение в самом деле справедливо (особенно если отвлечься от возможного изменения ожиданий у части внутренних инвесторов), но для этого необходимо, чтобы рост предложения фунтов стерлингов в Нью-Йорке (или спроса на доллары в Лондоне) сопровождался покупкой фунтов или золота государственными финансовыми органами США и, как следствие, образованием в этой



стране избыточных резервов и ликвидных средств. Но совсем иначе будет обстоять дело, если Фонд стабилизации, исповедуя политику взаимозамещения активов, попытается сначала поднять цену доллара на открытом рынке, а уже потом на подорожавший доллар купит фунт стерлингов еще до того, как британский инвестор сможет купить американские ценные бумаги. Точно такая же ситуация возникнет и тогда, когда американский дилер или спекулянт попытается сначала занять доллары, чтобы обменять их на фунты до того, как поднявшийся спрос на ценные бумаги обеспечит выгодность подобной сделки. Во всех подобных случаях рост спроса на заемные средства не должен опережать увеличения спроса на ценные бумаги, и только тогда возможен рост предложения заемных средств со стороны покупателей иностранной валюты.

31. Следующий простенький пример позволит лучше понять некоторые тонкости. Допустим, британский инвестор желает приобрести долгосрочные американские ценные бумаги и предлагает Лондонскому банку некоторую сумму фунтов по низкой долларовой цене, провоцируя тем самым американского дилера открыть/счет в Лондонском банке (в фунтах стерлингов), для чего дилеру приходится предложить на открытом рынке собственные простые векселя [*Простой вексель {promissory note — PN} — безусловное письменное обещание выплатить предъявителю векселя определенную сумму (вексель выписывает заемщик на кредитора), юридическое свидетельство долга; может свободно обращаться на рынке с помощью индоссаменты {endorsement} — передаточной надписи на векселе (как правило, на оборотной стороне), посредством которой осуществляется передача ценной бумаги новому владельцу или дается инструкция банку.*]. Предлагая на рынке простые векселя по сниженной цене, а следовательно, с более высоким дисконтом (предполагаем, что предложение банковских кредитов не является абсолютно эластичным), дилер соблазняет американского инвестора приобрести эти векселя вместо долгосрочных ценных бумаг или хранения "неактивных" (бесприбыльных) денег. В результате такой операции американский инвестор получает векселя валютного дилера, британский инвестор — ценные бумаги, принадлежавшие до этого американскому инвестору, а валютный дилер приобретает в лондонском банке фунты стерлингов британского инвестора. Поскольку первоначальный импульс всей этой транзакции был задан британским инвестором и затем поддержан валютным дилером, то долларовые цены как фунта стерлингов, так и простых векселей упадут. Но падение цены векселей, как известно, означает рост процентной ставки, в данном случае для краткосрочных ценных бумаг (векселей).

В отсутствие барьеров на финансовых рынках возрастание спроса на ликвидные фонды, сопровождаемое повышением процентной ставки, будет привлекать владельцев долгосрочных ценных бумаг и наличных денег к перебору части этих активов и ликвидов в краткосрочные кредитные инструменты. Разного рода барьеры (психологические и институциональные) часто замораживают в корне любую склонность к продаже ценных бумаг и оборачиваются мощным импульсом к снижению накоплений и банковской кредитной экспансии. Но поскольку предложение банковских ссуд все же не абсолютно эластично, рост процентной ставки на краткосрочные бумаги еще некоторое время сохраняется. Цены долгосрочных бумаг в приведенном примере не должны падать (а если и падают, то незначительно и на короткое время) отчасти вследствие сброса накоплений и кредитной эмиссии, но главным образом в результате повышенного стремления американских инвесторов принять участие в переборе своих долгосрочных активов в краткосрочные, привлекательность которых была инициирована возросшим спросом английских инвесторов на американские долгосрочные ценные бумаги. Однако если рост предложения фунтов стерлингов (или золота) был вызван ростом не экспорта капитала из Англии в США, а британского товарного импорта из США или некими другими платежами Англии Соединенным Штатам, цены американских ценных бумаг должны падать. Увеличение предложения фунтов стерлингов в любом случае будет приводить к росту спроса на американские краткосрочные активы со стороны покупателей дешевого фунта (валютные дилеры, спекулянты, американский Фонд стабилизации валюты), причем теперь уже фунт не будет далее использоваться для покупки предлагаемых американскими инвесторами долгосрочных бумаг. Стерлинговые фонды уйдут к тем, кто должен получить платежи от иностранного отправителя, например к американским товарным экспортерам.

Очевидно, процентная ставка может повыситься при активном сальдо платежного баланса, если иностранная валюта (или золото) при возросшем ее предложении покупается за счет не эмиссии денег центральным банком, а других фондов. И наоборот, ставка может упасть при пассивном сальдо платежного баланса, если возросший спрос на иностранную валюту (или золото) удовлетворяется за счет продаж иностранных активов частными держателями, фирмами и коммерческими банками, а не денежных запасов центрального банка.

Необходимо еще рассмотреть ситуацию, когда предложение кредитов коммерческими банками оказывается абсолютно эластичным. Очевидно, в этом случае процентная ставка по краткосрочным ценным бумагам не будет ни расти, ни падать. Это как раз тот промежуточный вариант, когда фонды центрального банка одновременно и создаются (пополняются за счет эмиссии), и тратятся, но в то же время ликвидные фонды находятся в непрерывном обороте при приобретении иностранной валюты и снятии ее с депозитов.

32. Стабилизация обменного курса государством, равно как и усилиями частного сектора (последнее зиждется на вере в то, что государство проводит некую стабилизационную политику), позволяет предположить присутствие скрытого предложения и скрытого спроса на иностранную валюту, которые всегда существуют благодаря наличию определенной части рыночных агентов, постоянно стремящихся либо продать, либо купить иностранную валюту. В отсутствие какой-либо определенной политики финансовых властей и устойчивых

ожиданий по этому поводу у хозяйствующих субъектов спрос и предложение иностранной валюты той части агентов, которые озабочены приобретением валюты или избавлением от нее, оказываются абсолютно неопределенными. Лучше даже сказать: их спрос и предложение подвержены влиянию постоянно меняющихся ожиданий, которые сдвигают соответствующие кривые столь быстро, хаотично и непредсказуемо, что становится бессмысленным "опираться" на некие кривые спроса и предложения даже в краткосрочном периоде. В этих условиях, т.е. когда отсутствует всякая определенность в политике и, как следствие, нет ориентиров даже в краткосрочном периоде, самым оправданным будет предположить, что в долгосрочном периоде никому не захочется существенно увеличивать или уменьшать свои запасы иностранной валюты, иначе говоря, делать сальдо кредитовым или дебитовым. А это, в свою очередь, означает возможность анализировать состояние валютного рынка исходя из других, более устойчивых и рассмотренных нами ранее критериев, таких, как торговля товарами, обмен услугами, регулярные платежи и т.д. Спекуляции, разумеется, никуда не исчезнут и в отдельные моменты их влияние на валютный рынок будет ощущаться, но привести к постоянному и одностороннему отклонению рыночного обменного курса от "равновесного уровня" они не способны. Это диктуется логикой принятых нами допущений: если спекуляция действует как постоянный однонаправленный фактор, то она должна основываться на вполне определенных ожиданиях, и, стало быть, существуют соответствующие им кривые спроса и предложения. В то же время, если спекуляция хаотична и в долгосрочном периоде не следует ожидать появления каких-то кредитовых или дебетовых сальдо, предназначенных для приобретения или продажи иностранной валюты в спекулятивных целях, этот фактор не может проявить себя в качестве устойчивого индикатора наподобие торговли и т.п.

33. Прогнозируемые изменения формы кривых спроса и предложения на валютном рынке отражают прежде всего ожидания тех агентов, которые озабочены пополнением или, наоборот, понижением своих валютных запасов (банки, дилеры, спекулянты). Однако свой вклад в ожидаемое поведение рынка (кривых спроса и предложения) вносят и другие его участники: товарные импортеры в ожидании роста (понижения) цены иностранной валюты будут увеличивать (снижать) свой спрос на нее, тогда как товарные экспортеры, ожидая повышения цен на валюту, будут снижать ее предложение, а ожидая понижения цен — увеличивать его. Подобные изменения спроса и предложения не могут быть отнесены к **прямым** спекуляциям, так как соответствующие трансакции должны были бы включать спрос и предложение тех агентов, которые продают валюту из уже имеющихся у них запасов, а покупают такое количество, какое им необходимо в данный момент. Спрос на иностранную валюту со стороны товарных импортеров (если они выступают именно в этом качестве) повышается потому, что они, естественно, стремятся импортировать больше тогда, когда, как они ожидают, в дальнейшем произойдет повышение цен на импортируемые товары и их удастся продать дороже. В этом смысле они спекулируют товарами, а не валютой.

Импортеры, покупающие товары за рубежом, увеличивают свои товарные, а не валютные запасы. И когда они ожидают падения цен на иностранную валюту, то не продают свои валютные запасы, а уменьшают товарные, откладывая на будущее заявки на импорт.

В принципе, реальный рост или падение обменного курса могут вызвать три типа ожиданий:

- 1) обменный курс начнет расти или падать;
- 2) обменный курс вернется на прежний уровень;
- 3) обменный курс останется на новом уровне.

Только последний тип ожиданий полностью соответствует обычно используемому предположению о форме кривых спроса и предложения (если иметь в виду конечных продавцов и покупателей). Когда же речь идет о росте или падении обменного курса, связанных с ожиданиями типа (1) или (2), это, как правило, отражается на графиках как сдвиг кривых спроса и предложения. Однако, если бы любое изменение обменного курса необходимо было приписывать некоторому (непредсказуемому) сдвигу ожиданий типа (1) или (2), стандартный краткосрочный анализ оказался бы совершенно непригодным. Ведь тогда эволюция ожиданий должна приводить к сдвигу кривых в целом, отслеживая каждый момент этой эволюции, и, следовательно, перемещения вдоль некоторой кривой (а заодно и понятие эластичности) становятся просто бессмысленными. Итак, краткосрочный анализ невозможен, если резкие, хаотичные, непредсказуемые изменения ожиданий можно приписать почти каждому спекулянту. В этом случае теоретический анализ в той или иной степени способен отражать лишь поведение рынка в долгосрочном периоде. Конечно, при этом он существенно теряет в практической значимости: наблюдаемые в каждый момент события уходят из поля зрения.

Как видим, в некоторых случаях эволюция ожиданий должна быть исключена из числа определяющих факторов долгосрочного анализа. Запоздавающие и опережающие приказы покупателей, отдаваемые брокерам, равно как сброс и накопление запасов продавцами<sup>21</sup>, предполагаются компенсирующими друг друга в долгосрочном периоде и таким способом обходят (в теории) проблему хаотического поведения ожиданий, хотя иногда по этому поводу предлагается вносить в анализ некоторые уточнения. На данном вопросе мы не будем останавливаться подробно.

34. Одним из самых распространенных заблуждений в теории обменного курса является идея, будто бы переход к статистическому рассмотрению баланса международных платежей может дать точное представление о спросе и предложении валюты и объяснить поведение обменного курса, наблюдаемое на валютных рынках. Убедиться

в ошибочности подобных представлений не составляет особого труда, если вспомнить азы экономики, изучаемые на первых курсах.

В самом деле, если 125 кварт клубники были проданы по 24 цента, мы из этого можем заключить, что спрос на клубнику равнялся 125 квартам и предложено было 125 кварт по 24 цента. Вот и все, и ни на йоту больше из этого факта мы извлечь не можем. Если в последующий период 125 кварт были проданы по 22 цента, из этого нельзя сделать вывод, что понизился спрос на клубнику (при абсолютно неэластичном предложении), как нельзя утверждать, что увеличилось предложение (при абсолютно неэластичном спросе), и вполне можно допустить, что указанная цена возникла в результате конкуренции этих двух возможных процессов. Ситуация в принципе совершенно не меняется, если мы будем рассматривать изменение объемов продаж, а не цен, или и то, и другое вместе. Большинство преподавателей приходит в сильное, возбуждение, не сулящее студенту ничего хорошего, если тот неосмотрительно спутает спрос (кривая) с запрашиваемым количеством (точка) или предложение (кривая) с предлагаемым количеством (точка).

Баланс международных платежей страны (платежный баланс) не способен указать нам более одной точки на кривых спроса и предложения. Но даже и эта скудная информация; может оказаться сомнительной, если брать баланс за год, поскольку в течение года ситуация меняется в результате совершаемых транзакций. И если статистика говорит, что импорт в этом году возрос по сравнению с предыдущим годом, то это вовсе не означает увеличения спроса на импорт, равно как и уменьшение импорта не означает падения спроса на него и т.д. Точно так же на основе данных платежного баланса нельзя определить, какие из обнаруженных изменений в его статьях произошли "спонтанно", а какие были "индуцированы", причем либо непосредственно в результате колебаний обменного курса, либо опосредованно благодаря циркуляции платежей по другим статьям. Таким образом, использование принципов, методов и терминологии общей теории цен, спроса и предложения позволяет избежать ошибок, подстерегающих тех, кто слишком свободно пользуется привычным жаргоном международной торговли и валютного рынка.

### Примечания автора

1. Большая часть изложенного основана на монографии проф. Хаберлера "Международная торговля".
2. Сошлемся лишь на следующие фундаментальные работы: J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*; Arthur Gayer, *Monetary Policy and Economic Stabilisation*; G. von Haberler, *Prosperity and Depression*; Jacob Viner, *Studies in the Theory of International Trade*; F.A. von Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*; P. Barrett Whale, *International Trade in the Absence of an International Standard*. *Economica*, 1936; "The Work of the Pre-war Gold Standard". *Economica*, 1937; F.W. Paish, "Banking Policy and the Balance of International Payments". *Economica*, 1936; Thos. Balogh, "Some Theoretical Aspects of the Gold Problem". *Economica*, 1937.
3. Подобное преобразование может служить хорошим упражнением для новичка. Представим себе кривую спроса на доллар в координатах (x,y), причем горизонтальная ось x представляет количество долларов, а вертикальная ось y — цену доллара во франках, т.е. количество франков, требуемое в обмен за один доллар (это и есть обменный курс). Очевидно, площадь прямоугольника  $x * y$  равна как раз тому количеству франков, которое следует заплатить за x долларов. Если теперь перейти к системе координат, в которой по горизонтали откладывается произведение  $x * y$ , а по вертикали —  $1/y$  (частное  $x/x * y$ ), то это будет не что иное, как кривая предложения франков, причем по вертикали будет отражаться цена франка в долларах (тоже обменный курс). Аналогичное построение можно выполнить и в том случае, когда в качестве исходной задана кривая предложения доллара и ее следует преобразовать в кривую спроса на франк. Выполнив это построение, студент либо все-таки поймет суть и взаимобратимость кривых спроса и предложения, либо они так и останутся для него китайской грамотой.
4. В предыдущей редакции этой статьи я употребил здесь выражение "рост обменного курса", подразумевая под этим цены иностранных валют в единицах национальной валюты. Данное примечание имеет целью предостеречь читателя от возможной ошибки, когда приведенное выражение он может понять в противоположном смысле, как это делает большинство британских авторов, пользующихся обратной котировкой. Чтобы избежать указанной путаницы, я нигде не буду говорить о росте или падении курса, не напомнив читателю, что речь идет о ценах иностранных валют в единицах национальной валюты.
5. Чтобы лучше понять связь между этими двумя факторами, допустим на минуту, что предложение товара, часть которого идет на экспорт, является абсолютно неэластичным. Это значит, что, сколько бы мы ни повышали его производство, цена на него все равно будет расти. Однако доля данного товара, покупаемая национальным потребителем, при увеличении его цены будет уменьшаться. Эта доля тем меньше, чем умереннее рост цены, если эластичность спроса на товар высока. Таким образом, экспорт данного товара может быть увеличен, даже если нельзя увеличить его выпуск.
6. Это положение было опущено в более ранних редакциях данной статьи, поскольку молчаливо предполагалось, что эластичность иностранного спроса, как правило, превышает единицу. Упущение было замечено и подвергнуто критике некоторыми авторами. См., например, P.T. Ellis Worth, "Exchange rates and exchange stability". *Review of Economics and Statistics*, Vol. 32 (1950), pp. 1-12.

7. Кривая не может повернуть назад более круто. Отрицательный наклон ее в любой точке должен быть более пологим, чем наклон равнобочной гиперболы, проходящей через ту же точку. Это становится очевидным, если мы заметим, что, когда цена иностранной валюты растет, цена нашего экспорта снижается только в иностранной валюте, а не в долларах. Долларовая его цена при этом может даже повыситься. Таким образом, рост объема импорта может привести к снижению выручки в иностранной валюте, но никак не в долларах. Долларовая выручка определенно увеличится.

8. Кто-то может подумать, что данное положение связано с определенным "товаром" или "статьей импорта". Конечно, если эти термины трактовать достаточно узко, выделяя какие-то особые качества, типы, отрасли и т.д. в качестве отдельных статей, тогда спрос на каждую из этих "статей" может оказаться более эластичным, чем спрос на большое число близких данной "статье" субституттов. Но это совсем не то же, что эластичность рыночного спроса, который может зависеть или не зависеть от числа продавцов любой "статьи". В то время как спрос, рассматриваемый с точки зрения каждого продавца, обладает тем большей эластичностью, чем больше на рынке продавцов этой "статьи", рыночный спрос, рассматриваемый покупателем как совокупный спрос, обладает эластичностью, которая уже не зависит от числа продавцов этой "статьи".

9. Если учитывать возможность поворота кривой предложения иностранной валюты назад, последнее утверждение следовало бы читать так: "Возрастание спроса на заграничные путешествия должно приводить к росту или снижению товарного экспорта и к снижению товарного импорта, если они выражены в иностранной валюте, но только к росту товарного экспорта и росту или снижению товарного импорта, если они выражены в национальной валюте".

10. Иначе говоря, кривая предложения в этом случае будет выглядеть как кривая спроса с единичной эластичностью, т.е. как равнобочная гипербола.

11. Общеизвестно, что предположение о независимости денежной циркуляции от транзакций типа иностранных инвестиций является нереалистичным, даже если исключить из рассмотрения краткосрочные перемещения капитала между странами. Улучшение инвестиционного климата за границей должно приводить к истощению сбережений и росту заимствований у банков. Но даже если отвлечься от этого, изменение денежного потока должно наверняка зависеть хотя бы в малой степени от скорости циркуляции дохода. Лишь для того, чтобы сделать анализ абсолютно прозрачным, мы сначала абстрагируемся от всех этих усложняющих его факторов.

12. В некоторых странах подобный "модернизированный" золотой стандарт как средство стабилизации обмена практиковался уже в XIX в.

13. По соображениям, изложенным в п. 17, здесь не учитывается влияние, которое может оказывать на первоначальные условия спроса и предложения сопровождающее эти сдвиги перераспределение покупательной способности.

14. Что является предметом предлагаемой далее классификации.

15. Относительно такого (временного) роста процентных ставок при импорте капитала см. п. 30-31.

16. Следует напомнить, что в соответствии с нашими допущениями будет одинаково верно и то, что Фонд покупает иностранную валюту (foreign balances), и то, что Фонд покупает золото. Ведь если Фонд покупает иностранную валюту, он ее использует только для покупки золота, а если Фонд покупает золото, он использует его (правда, не непосредственно) для получения иностранной валюты.

17. Некоторые моменты, касающиеся обратной ситуации, рассмотрены в пп. 30-31 и полученные там выводы применимы и в данном случае.

18. Термин "безусловное" в данном контексте относится к такому равновесию, когда экспорт капитала можно считать заданным. Резонно полагать, что при нарастании экспортируемых сумм в какой-то момент должна появиться тенденция к уменьшению экспорта.

19. Рисунок 6 показывает, что дилеры будут стремиться продать массу  $EV$  иностранной валюты, пока ее цена (курс) не опустится до  $OА$ , и они же будут стремиться купить массу  $RT$  (или  $R'T$ ) этой валюты, пока ее цена (курс) не поднимется до  $OВ$ . Объединенная кривая спроса (импортеров и дилеров) обозначена как  $D_1RTUD_1$ , объединенная кривая предложения (экспортеров и дилеров) обозначена как  $S_EEVWS_E$ .

Появление спроса на иностранную валюту со стороны экспортеров капитала увеличивает общий спрос на нее с  $D_1D_1'$  до  $D_{1+c}D'_{1+c}$ , причем цена (курс) возрастает при этом с  $OQ$  до  $OА$ . Поэтому количество валюты, равное  $ES$ , дилеры продают путем списания со своих счетов в зарубежных банках. От экспортеров капитала они за это получают  $HFCE$  долларов.

Представленный график вызывает ряд вопросов методологического порядка. Во-первых, представления о будущем движении обменного курса, т.е. ожидания в части спроса и предложения со стороны товарных импортеров и экспортеров, могут коренным образом отличаться от такого же рода ожиданий валютных дилеров. Этого вопроса мы коснемся далее в п. 33. Во-вторых, спрос импортеров и предложение экспортеров относятся к потоку иностранной валюты (т.е. экспортеры продают количество  $AE$  за месяц), тогда как спрос и предложение дилеров относятся к запасу иностранной валюты (т.е. дилеры продают количество  $ES$  в первый месяц, но они не смогут в целом продать больше, чем  $EV$ ). Мне представляется, что комбинирование всех этих кривых и помещение их на один график можно признать законным лишь в краткосрочном периоде, т.е. за



период, скажем, в один месяц, причем те кривые, которые относятся к потоку, должны характеризовать их месячную норму.

20. Эта терминология означает включение в  $M'$  иностранных депозитов и, следовательно, предполагает увеличение скорости обращения  $V'$  как итог транзакции. Если бы иностранные депозиты в национальных банках не рассматривались как часть  $M'$ , трансферт с иностранных депозитов на национальные уже нельзя было бы трактовать как рост  $M'$ .

21. Такое поведение получило в международной торговле название "лидс энд лэгс" [*"Лидс энд лэгс" ("leads and lags")*] — изменение условий международных расчетов: если опасаются девальвации национальной валюты, импортеры стремятся быстрее погасить свою задолженность в иностранной валюте и, чтобы избежать увеличения долга, они опережают ("лидс") платежи; экспортеры же, напротив, не спешат конвертировать экспортную выручку в иностранной валюте и задерживают ("лэгс") платежи].