

Глава 13

СБЕРЕЖЕНИЯ, ИНВЕСТИЦИИ И ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

В ЭТОЙ ГЛАВЕ ВЫ:

- * Узнаете о некоторых важнейших финансовых институтах американской экономики.

- * Рассмотрите взаимосвязи между состоянием финансовой системы и основными макроэкономическими показателями.

- * Познакомитесь с моделью спроса и предложения заемных средств на финансовых рынках.

- * Научитесь использовать модель спроса и предложения заемных средств для анализа различных вариантов экономической политики государства.

- * Познакомитесь с влиянием дефицита государственного бюджета на состояние экономики.

Представьте себе, что вы только что закончили экономический колледж и решили открыть собственное дело — фирму, специализирующуюся на экономическом прогнозировании. Прежде чем она начнет приносить доход, вы должны будете найти средства на организацию бизнеса. Вам придется приобрести компьютеры для проведения расчетов, столы, стулья и шкафы в офис. Каждый из этих предметов — капитал, который будет использоваться фирмой для предоставления услуг своим клиентам.

Но откуда взять средства на покупку капитальных благ? Возможно, вам удастся профинансировать закупки из своих прошлых сбережений. Но вероятнее всего, вы, как и большинство предпринимателей, не обладаете достаточными личными средствами для открытия бизнеса и займетесь поиском других их источников.

Вы, к примеру, можете получить ссуду в банке или одолжить деньги у друзей или родственников. Но в этом случае вам придется пообещать вернуть к определенному сроку не только одолженную сумму, но и определенный процент

за ее использование. Возможно, вам удастся убедить кого-нибудь предоставить вам необходимую сумму в обмен на долю от будущей прибыли, сколь большой или малой она бы ни оказалась. Однако в любом случае финансирование приобретения компьютеров и офисной мебели будет производиться не из ваших личных сбережений.

Финансовая система представляет собой совокупность экономических институтов, помогающих направить ресурсы лиц, желающих сделать сбережения, к тем, кто нуждается в заемных средствах в форме инвестиций. Как отмечалось в предыдущей главе, сбережения и инвестиции — основные факторы, создающие предпосылки экономического роста. Когда в экономике страны увеличивается направляемая на сбережения доля ВВП, объем промышленных инвестиций возрастает, а более высокий промышленный потенциал обуславливает повышение производительности труда и уровня жизни населения. Однако в главе 12 мы не рассматривали механизм координации процессов сбережений и инвестирования. Нам известно, что у некоторых индивидов время от времени появляется желание отложить часть доходов на будущее, а у других — занять определенную сумму на открытие или расширение бизнеса. Но как они находят друг друга? Что служит гарантией того, что объем предложения направляемых на сбережения денежных средств уравнивается спросом на них со стороны инвесторов?

Предлагаемая вашему вниманию глава посвящена знакомству с функционированием финансовой системы. Во-первых, мы рассмотрим различные образующие финансовую систему американской экономики институты. Во-вторых, мы обсудим взаимосвязь состояния финансовой системы и некоторых основных параметров макроэкономики (главным образом показателей сбережений и инвестиций). В-третьих, мы разработаем модель спроса и предложения заемных средств на финансовом рынке, в которой основным инструментом регулирования спроса и предложения выступает

процентная ставка. Модель позволит исследовать влияние различных вариантов государственной экономической политики на изменение процентной ставки, а следовательно, и на распределение ограниченных финансовых ресурсов населения.

Финансовые институты американской экономики

В самом широком смысле финансовая система обеспечивает передвижение свободных средств от лиц, желающих сделать сбережения (индивидов, которые тратят меньше, чем зарабатывают), к заемщикам (людям, которые расходуют больше денег, чем им удастся заработать). Причины сбережений различны. К примеру, индивид желает, чтобы его ребенок имел возможность окончить колледж, или решил отложить некую сумму на «черный день». Мотивы, по которым заемщикам необходимы ссуды, также весьма разнообразны — от покупки нового дома до открытия собственного дела. Лица, делающие сбережения, предоставляют свои средства финансовым институтам с расчетом получить их через определенный срок вместе с процентным доходом. Заемщики, в свою очередь, берут деньги с условием возврата к определенному сроку суммы основного долга и процента в виде платы за ее использование.

Финансовая система состоит из различных институтов, помогающих удовлетворению взаимных интересов лиц, делающих сбережения и нуждающихся в заемных средствах. Прежде чем приступить к анализу механизма ее функционирования, мы познакомимся с наиболее важными институтами финансовой системы, к которым относятся финансовые рынки и финансовые посредники.

Финансовые рынки

Под финансовыми рынками мы понимаем совокупность финансовых учреждений, позволяющих лицу, желающему сделать сбережения, предоставить свои ресурсы непосредственному заемщику на рынке облигаций и рынке акций.

Рынок облигаций. Когда корпорации Intel, ведущему производителю

компьютерных микросхем, требуются средства для строительства нового завода, она может получить их непосредственно у населения. Для этого ей следует выпустить облигации — ценные бумаги, удостоверяющие задолженность заемщика перед ее держателем и определяющие параметры его обязательств: дату возврата заемных средств, или дату погашения, и показатель периодически выплачиваемого процентного дохода. В нашем примере покупатель облигации предоставляет свои средства корпорации Intel в обмен на обещание процентного дохода и возврата кредитору стоимости облигации (называемой основной суммой долга). Владелец облигации может держать ее у себя до даты погашения или продать ее до наступления этого срока любому желающему.

На американских финансовых рынках обращается огромное количество самых разных облигаций. Когда крупная корпорация, федеральное правительство или власти отдельного штата нуждаются в средствах для строительства нового завода, покупки нового реактивного истребителя или открытия новой школы, они выпускают облигации. Если вы пролистаете «The Wall Street Journal» или экономический раздел любой газеты, вы обнаружите там перечень облигаций с указанием их рыночной цены и выплачиваемого процента. Все они заметно отличаются друг от друга по своим параметрам, однако, прежде всего, следует обратить внимание на три основных показателя.

Первый — срок обращения — продолжительность временного отрезка между датами выпуска и погашения. Некоторые облигации имеют короткий срок обращения — всего в несколько месяцев, у других этот период является гораздо более длительным — до 30 лет. (А правительство Великобритании выпустило бессрочные облигации, по которым гарантируется не ограниченная во времени выплата процентов, правда, без права на погашение основной суммы.) Величина процента зависит, в частности, от срока обращения ценой бумаги. Приобретение долгосрочных облигаций представляет собой более рискованное вложение денег, чем покупка краткосрочных долговых

обязательств, поскольку их владельцу приходится дольше ожидать выплаты основной суммы. Однако если владельцу долгосрочной облигации понадобится получить деньги раньше срока, он имеет право продать ее другому лицу с определенной скидкой. С целью компенсации повышенного риска инвестиций по долгосрочным облигациям обычно выплачивается более высокий процент, чем по краткосрочным.

Второй значимый параметр облигаций — риски неплатежа, или кредитные риски. Они связаны с вероятностью невыплаты обещанных процентов или не возврата основной суммы по причине банкротства заемщика. Поэтому облигации с повышенными рисками неплатежа имеют более высокий процентный доход. Поскольку правительство США считается абсолютно надежным заемщиком, по его обязательствам устанавливаются низкие проценты выплат. Напротив, многие финансово неустойчивые компании добывают необходимые средства путем выпуска так называемых «бросовых», «мусорных» облигаций, обещающих высокие доходы. При их покупке рекомендуется обращаться в частные агентства, проводящие оценки рисков неплатежей по различным ценным бумагам.

И, наконец, третий важнейший параметр — порядок налогообложения процентов по облигациям. Как правило, он распространяется на доходы по большинству облигаций, поэтому реальная прибыль их владельцев уменьшается на сумму налоговых выплат. Однако в США доходы по так называемым муниципальным облигациям (выпущенным местными властями) не облагаются налогом. По этой причине по муниципальным облигациям, как правило, устанавливается более низкий, чем по облигациям корпораций или федерального правительства, процент.

Рынок акций. Другой способ привлечения средств, необходимых корпорации Intel для строительства нового завода по выпуску полупроводниковой техники, — продажа акций. Акция свидетельствует о доле

ее владельца в капитале фирмы и дает право на часть получаемой ею прибыли. Так, например, если при создании фирмы выпускается 1 000 000 акций, владелец каждой из них имеет право на $1/1\,000\,000$ долю собственности компании.

Корпорации используют для привлечения инвестиций, как выпуск акций, так и облигаций, однако сущность этих инструментов финансового рынка различна. Так, обладатель акций корпорации Intel является ее совладельцем, а обладатель облигаций — только кредитором. Если деятельность Intel окажется прибыльной, ее акционеры получают дополнительный доход, в то время как владельцы облигаций могут рассчитывать только на установленный заранее процент. Если компания обанкротится, ее имущество пойдет в первую очередь на оплату обязательств перед кредиторами и только после этого оставшаяся часть будет распределена между собственниками компании. Таким образом, вложение средств в акции по сравнению с покупкой облигаций является потенциально более доходным, но и более рискованным.

После того как корпорация разместит весь выпуск новых акций, дальнейшие операции с ними проводятся на фондовой бирже. От этих сделок, сопровождающихся переходом акций из одних рук в другие, компания не получает никакой прибыли. К важнейшим фондовым биржам США относятся Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа и Биржа автоматических котировок Национальной ассоциации фондовых дилеров (NASDAQ). Большинство стран мира имеют собственные фондовые биржи.

Биржевые цены акций определяются спросом и предложением. Поскольку владение акциями подразумевает участие в собственности фирмы, биржевой спрос на них (а значит, и их цены) отражает представления о прибыльности ее бизнес-деятельности. Если будущее компании выглядит безоблачным, спрос на акции и их цены растут. Если ожидается понижение прибылей фирмы или убытки, стоимость акций компании снижается.

Общее состояние цен на акции отслеживают различные биржевые индексы. Биржевой индекс исчисляется как средний уровень биржевых цен на акции группы компаний. Самый известный биржевой показатель — промышленный индекс Доу-Джонса, ведущий свою историю с 1896 г. В настоящее время он рассчитывается на основе данных о биржевых ценах на акции 30 крупнейших американских корпораций, таких как General Electric, General Motors, Coca-Cola, AT&T и IBM. Также широко известен и индекс SP 500, определяемый агентством Standard & Poor на основе анализа цен на акции 500 ведущих компаний. Поскольку биржевые цены отражают ожидаемую прибыльность фирм, биржевой индекс можно рассматривать как показатель будущего состояния экономики.

Финансовые посредники

Финансовыми посредниками называются финансовые институты, при посредничестве которых средства, направленные на сбережения, попадают к заемщикам. В этом параграфе мы познакомимся с деятельностью двух наиболее важных с точки зрения экономики финансовых посредников — банков и взаимных (паевых) фондов.

Банки. Если владелец бакалейной лавки захочет расширить бизнес, ему, в отличие от корпорации Intel, вряд ли придется рассчитывать на получение средств путем выпуска и реализации акций и облигаций. Поэтому, скорее всего, он обратится за ссудой в банк.

Банки относятся к тем финансовым посредникам, деятельность которых хорошо известна многим людям. Основная их функция состоит в приеме средств от желающих сделать сбережения и предоставлении ссуд тем, кто в них нуждается. Банки выплачивают определенный процент за хранение денег на депозите и берут более высокий процент с заемщиков за пользование предоставленными ссудами. Из этой разницы и покрываются текущие расходы банка, и образуется прибыль его владельцев.

Однако банки играют в экономике еще одну важную роль: они облегчают оплату товаров и услуг, предоставляя клиентам возможность выписывать чеки в пределах суммы их банковского счета. Другими словами, банки помогают создать специальное платежное средство, которое при совершении сделок используется как средство обмена. Роль банка в предоставлении таких средств обмена заметно отличает его от других финансовых учреждений. Акции и облигации, подобно банковским депозитам, также являются средством накопления денег, однако доступ к ним не так быстр, прост и дешев, как выписывание чека. В этой главе мы не будем останавливаться на этой функции банков, но вернемся к ней в дальнейшем при знакомстве с системой денежного обращения.



Узелок на память

Как правильно читать биржевые сводки

В большинстве ежедневных американских газет публикуются таблицы, отражающие результаты последних биржевых торгов акциями тысяч компаний. Мы предлагаем вам свои пояснения, которые помогут лучше понять содержание этих таблиц.

Цена. Самая важная информация об акции — сведения о ее рыночной цене. В газетах обычно публикуются несколько видов цен. Так, например, «цена закрытия» отражает стоимость акции по итогам последней биржевой сделки предыдущего дня. В некоторых изданиях также приводятся данные о самой высокой и самой низкой цене за последний торговый день или по результатам текущего года.

Объем продаж. Большинство газет сообщают о количестве акций, проданных за

последний день торгов. Этот показатель называется «дневным объемом продаж».

Дивиденды. Корпорации обычно выплачивают своим акционерам часть заработанной прибыли в форме дивидендов. (Оставшаяся часть прибыли, которая носит название «нераспределенной», используется на дополнительные инвестиции). Газеты часто сообщают о величине дивидендов, выплаченных по акциям за прошлый год. Иногда этот показатель приводится в виде процентного отношения выплаченной суммы к рыночной стоимости акции.

Отношение рыночной цены к прибыли компании в расчете на одну акцию (P/E). Прибыль корпорации определяется как разность дохода, полученного от реализации продукции и затрат на ее производство. Часть прибыли направляется на выплату дивидендов, часть — на новые инвестиции. Показатель P/E представляет собой отношение рыночной цены акции к прибыли компании за прошлый год в расчете на одну акцию. Средняя величина этого показателя обычно равна 15. Его более высокое значение указывает либо на рост стоимости акций компании вследствие ожидаемого роста прибылей, либо на их переоценку инвесторами. Если же показатель P/E меньше 15, это значит, что инвесторы ожидают снижения доходов компании или рынок недооценивает ее акции.

Почему газеты ежедневно печатают эту информацию? Она необходима для принятия решений о покупке или продаже акций. Однако некоторые профессиональные игроки придерживаются собственной стратегии и не реагируют на ежедневные колебания рынка, отражаемые в биржевых сводках.

Максимальное и минимальное значения цен на акции за прошедший год	Название компании	Условное сокращенное название акций компании	Дивиденды за прошлый год	Отношение дивидендов к рыночной стоимости акции	Отношение цены акции к прибыли компании за прошлый год в расчете на одну акцию	Объем продаж предыдущего дня	Максимальная и минимальная цены акций по итогам торгового дня	Цена акций к моменту закрытия биржи	Изменение цен закрытия двух последних торговых дней
52 Weeks Hi Lo	Stock	Sym	Div	Yld %	PE	Vol 100s	Hi Lo	Close	Net Chg
263/16 237/16	CsiFni	TOPrS	2.09	8.6	...	59	241/4 2313/16	241/4	+1/16
127/8 67/8	Coastcast	PAR		...	17	171	113/8 107/8	113/8	+3/8
757/16 475/16	CocaCola	KO	.64	1.3	40	39384	51 493/4	51	+11/16
221/2 93/4	CCFemsa ADR	KOF	.12e	.9	...	2121	1313/16 127/8	133/4	+1/16

Взаимные фонды. Взаимные (паевые) фонды — учреждения, предлагающие свои акции населению и использующие полученные средства для покупки специально составленного набора (портфеля) различных типов акций, облигаций или и тех и других. Таким образом, владельцы акций взаимного фонда разделяют финансовую ответственность, связанную с рисками и преимуществами портфельного инвестирования: при падении стоимости портфеля они терпят убытки, а при ее росте — оказываются в выигрыше. Паявые фонды — еще один тип финансовых посредников, играющий исключительно важную роль в экономике США.

Главное преимущество взаимных фондов состоит в том, что они позволяют людям с небольшими сбережениями диверсифицировать накопления. В соответствии с основным правилом покупателей акций и облигаций «класть все яйца в одну корзину» слишком опасно. В самом деле, биржевая стоимость акций отдельной фирмы подвержена влиянию многих случайных факторов, и потому, вкладывая в их покупку все свои средства, вы подвергаете сбережения значительному риску. Напротив, те, кто приобретают ценные бумаги различных

фирм, рискуют гораздо меньше, так как их возможные потери, связанные с неудачами отдельной компании, минимальны. Любой паевой фонд легко справляется с проблемой диверсификации инвестиций. Располагая всего несколькими сотнями долларов, инвестор, ставший его акционером, превращается в фактического совладельца или кредитора сотен фирм. За предоставление такой возможности компания, управляющая деятельностью взаимного фонда, взимает со своих инвесторов плату в размере от 0,5 до 2% годового прироста стоимости принадлежащих им акций фонда.

Второе преимущество взаимных фондов, о котором заявляют их управляющие, состоит в том, что они позволяют рядовым акционерам приобрести навыки профессионального финансового менеджмента. Менеджеры большинства паевых фондов уделяют пристальное внимание состоянию дел и перспективам развития предприятий, акции которых находятся в их портфеле, время от времени изменяют его состав, чтобы увеличить доходы акционеров фонда.

Однако специалисты в области финансов нередко весьма скептически относятся к этому аргументу. По их мнению, при любом числе экспертов, уделяющих внимание перспективам каждой компании, цены их акций отражают стоимость реальных активов предприятий. Взаимным фондам очень нелегко «перехитрить» рынок, покупая «хорошие» акции и избавляясь от «плохих». Не случайно паевые фонды, которые называют индексными фондами, то есть покупающие все акции, определяющие расчетный фондовый индекс, в среднем более эффективны, чем их коллеги, придерживающиеся активных форм финансового менеджмента. Это объясняется тем, что индексные фонды имеют меньшие издержки, так как они достаточно редко покупают и продают акции. Кроме того, им не приходится оплачивать дорогостоящие услуги финансовых менеджеров.

И в заключение

В американской экономике функционируют различные финансовые институты. Помимо рынков акций и облигаций, банков и взаимных фондов существуют также пенсионные фонды, кредитные союзы, страховые компании и обыкновенные ростовщики. Все эти структуры заметно отличаются друг от друга. Однако при анализе макроэкономической роли финансовой системы следует обращать больше внимания на их сходство, так как все финансовые институты призваны служить одной и той же цели — направлять ресурсы от кредиторов к заемщикам.

Проверьте себя. Что такое акции? Что такое облигации? Что между ними общего? В чем заключаются различия?

Сбережения и инвестиции в системе национальных счетов

Понимание событий, происходящих в финансовой системе, крайне важно для осмысления развития экономики в целом. Как мы отмечали, ее основные структуры — рынки акций и облигаций, банки и взаимные фонды играют роль регуляторов денежных потоков сбережений и инвестиций. В предыдущей главе мы установили, что сбережения и инвестиции — основные факторы долгосрочного роста ВВП и уровня жизни населения. Поэтому с точки зрения макроэкономики понимание механизма функционирования финансовых рынков и их воздействия на различные события, и политические решения имеем чрезвычайно важное значение.

В этом разделе книги в качестве отправной точки для анализа финансовых рынков мы выберем знакомство с определяющими их активностью ключевыми макроэкономическими переменными. Наше внимание будет сосредоточено не на функционировании финансовых рынков, а на количественной оценке их параметров, то есть на системе национальных счетов. Счетоводство необходимо как для правильного подсчета доходов и расходов отдельного человека, так и для определения доходов и расходов целого государства. Например, система национальных счетов предполагает исчисление ВВП и многих других

экономических показателей.

Правила национального счетоводства основаны на использовании нескольких важных тождеств, то есть уравнений, справедливых при любых значениях входящих в них переменных. Их полезно запомнить, поскольку они помогают понять взаимосвязь различных экономических параметров. Мы рассмотрим некоторые из тождеств, объясняющих макроэкономическую роль финансовых рынков.

Некоторые важнейшие тождества

Вспомним о том, что валовой внутренний продукт (ВВП) равен либо стоимости всех произведенных товаров и услуг, либо сумме расходов на их потребление. Размер ВВП (Y) определяется четырьмя основными составляющими: потреблением (C), инвестициями (I), государственными закупками (G) и чистым экспортом (NX). Математически это можно выразить следующим образом:

$$Y = C + I + G + NX.$$

Данное уравнение является тождеством, поскольку каждый доллар расходов ВВП в его левой части находит свое отражение в одной из четырех составляющих в его правой части.

В этой главе мы упростим анализ, предположив, что экономика, которую мы исследуем, является закрытой, то есть не взаимодействующей с другими экономиками. В частности, она не вовлечена в торговлю товарами и услугами с другими странами и не прибегает к международным операциям заимствования или кредитования. Разумеется, любая реальная экономика является открытой, то есть она обязательно взаимодействует с экономиками других государств. (Макроэкономический анализ открытой экономики мы проведем в последующих главах книги.) Тем не менее, предположение о закрытости весьма полезно, поскольку позволяет сделать несколько важных выводов, применимых к экономике любого типа. Более того, это допущение правомерно и в

отношении к мировой экономике в целом (поскольку межпланетная торговля товарами и услугами пока не получила широкого распространения).

Так как закрытая экономика не участвует в международной торговле, показатели ее экспорта и импорта равны нулю. Следовательно, будет равна нулю и составляющая чистого экспорта в нашем исходном уравнении, которое примет следующий вид:

$$Y = C + I + G.$$

Таким образом, в закрытой экономике ВВП равен сумме потребления, инвестиций и государственных закупок.

Чтобы нагляднее представить, что это уравнение может сказать нам о роли и месте финансовых рынков, вычтем C и G из его правой и левой части. Мы получим:

$$Y - C - G = I.$$

Левая часть уравнения ($Y - C - G$) представляет собой доход экономики за вычетом объемов потребления и государственных закупок. Эта величина называется национальными сбережениями, или просто сбережениями, и обозначается как S . Заменяя $Y - C - G$ на S , мы получим следующее выражение:

$$S = I,$$

из чего следует, что сбережения равны инвестициям.

Для лучшего понимания смысла определения национальных сбережений проведем несложные математические преобразования. Пусть G обозначает разность сумм, которые государство взимает с домовладельцев в виде налогов и которые оно выплачивает домашним хозяйствам в виде трансфертных платежей (пенсии и другие социальные пособия). Тогда национальные сбережения математически можно представить либо как

либо как

$$S = Y - C - G,$$

$$S = (Y - T - C) + (T - G).$$

Хотя оба эти выражения тождественны друг другу (поскольку во втором из них G присутствует с разными знаками), они подразумевают разный подход к определению национальных сбережений. В частности, второе уравнение разделяет национальные сбережения на две составляющие: частные ($Y - T - C$) и общественные (публичные) сбережения ($T - G$).

Рассмотрим каждую составляющую подробнее. **Частные сбережения** представляют собой доход домашних хозяйств за вычетом налогов и расходов на потребление. **Общественные (публичные) сбережения** равны разности доходов государства, полученных в виде собранных налогов, и его расходов. Если T превышает G , имеет место **бюджетный избыток**, то есть доходы правительства превышают его расходы. Превышение T над G отражает уровень публичных сбережений. Если же государство расходует больше средств, чем ему удастся собрать в виде налогов (как происходит в последние годы в США), правомерно говорить о дефиците бюджета. В этом случае величина публичных сбережений имеет знак «минус».

Как полученные уравнения связаны с ситуацией на финансовых рынках? Выражение $S = I$ отражает важный факт: для экономики в целом сбережения должны быть равны инвестициям. Но одновременно оно ставит и серьезные вопросы. Каков механизм поддержания этого равновесия? Что регулирует заинтересованность в сбережениях одних людей и в инвестициях — других? Ответы на эти вопросы содержатся в принципах функционирования финансовой системы. Дело в том, что рынок акций и облигаций, банки, взаимные фонды и другие ее структуры определяют значение правой и левой частей выражения $S=I$, другими словами, они формируют национальные сбережения и направляют

их на национальные инвестиции.

Новости

Бум на фондовых рынках в 1990-х гг.

В 1990-х гг. цены акций на американском фондовом рынке выросли почти в четыре раза. Авторы предлагаемой вашему вниманию статьи предпринимают попытку объяснить причины фондового бума. По их мнению, инвесторы соглашались покупать акции компаний по более высокой стоимости, поскольку уверены в том, что риски владения ими относительно низки.

Не являются ли цены акций завышенными?

Джеймс Глассман и Кевин Хассет

За последние пять лет индекс Доу-Джонса вырос на 200%, и вот уже три года он держится на рекордно высоком уровне. Неудивительно, что многие обозреватели считают фондовый рынок «перегретым». Одна из самых распространенных мер оценки, отношение стоимости акции обеспечиваемому ею доходу (P/E), близка к самому высокому значению за всю историю рынка. Величина P/E для средней акции из этого индекса составляет 22,5, то есть при цене \$22,50 она может принести доход в \$1, или, другими словами, ее доходность для инвестора составляет всего 4,4% по сравнению с доходностью в 5,9%, обеспечиваемой долгосрочными государственными облигациями.

Однако Уоррен Баффет, президент корпорации Berkshire Hathaway и один из самых преуспевающих крупнейших инвесторов нашего времени, заявил в своем письме, направленном акционерам компании 14 марта, о том, что «нет никаких оснований говорить о завышении цены акций», поскольку процентные ставки остаются низкими, и фирмы продолжают работать так же прибыльно, как и в последние годы. Его заявление подбодрило большинство инвесторов даже несмотря на то, что мистер Баффет не привел в нем никаких конкретных данных о состоянии рынка.

Однако У. Баффет прав — и мы имеем конкретные цифры и теории в поддержку его утверждений. Мы считаем, что опасения по поводу «перегретости» рынка основываются на достаточно серьезном и широко распространенном ошибочном представлении о таких понятиях, как доходность и рискованность акций. Мы не настолько глупы, чтобы пытаться предсказать краткосрочное поведение акций, но мы не прочь заявить в соответствии с нашими скромными предположениями относительно процентных ставок и уровней доходности о том, что текущие значения P/E не дают нам серьезных оснований для беспокойства — как не будут давать и значения, вдвое более высокие, чем нынешние.

Дело в том, что если вы имеете акции вместо облигаций, то сумма денег, которая со временем

попадет в ваш карман, окажется более значительной. Почему же это произойдет? И акции и облигации обеспечивают через определенное время поступление их владельцам определенных потоков денежных средств. В случае облигаций схема расчетов выглядит достаточно просто: если вы покупаете за \$10 000 облигацию, приносящую 6% годовых, то вы будете получать по ней ежегодно по \$600. Для акций же арифметика оказывается более сложной. Предположим, что доход по акции составляет 2%, или \$2 на акцию стоимостью в \$100. Допустим, что у вас имеется 100 акций: тогда общая сумма дивидендных выплат составит \$200 — намного меньше дохода от облигаций.

Однако не спешите с выводами. Между акциями и облигациями имеются существенные различия. Со временем ваши прибыли могут увеличиться. Если одновременно с ростом прибыли компании дивиденды будут расти со скоростью 5% в год, то тогда через 30 лет дивидендные выплаты составят \$800, что будет на 30% выше дохода от облигаций. Одновременно обязательно вырастет и рыночная цена акций.

На этом простом примере мы можем увидеть, что акции — даже если их доходность растет со скоростью всего 5% в год — обеспечат в долгосрочной перспективе более высокий доход, чем облигации. За последние 70 лет акции приносили ежегодно на 4,8% дохода больше, чем долгосрочные облигации, и на 6,8% больше, чем казначейские векселя правительства США (в соответствии с расчетами чикагской исследовательской фирмы Ibbotson Associates Inc).

Но не является ли этот дополнительный доход, который экономисты называют «премией по акциям», обычным бонусом, устанавливаемым рынком для инвесторов за принятие дополнительного риска, связанного с тем, что доходы по акциям являются менее стабильными, чем доходы по облигациям? На этот вопрос мы можем задать встречный: «О каком дополнительном риске идет речь?»

В своей книге «Акции на долгосрочную перспективу» Джереми Сигел из Пенсильванского университета утверждает: «Общеизвестно, что в долгосрочном периоде доходы от акций превосходят доходы от облигаций. Но гораздо менее известно, что и риски акций в долгосрочном периоде оказываются меньшими, чем риски облигаций и даже казначейских векселей!» Мистер Сигел проанализировал каждый двадцатилетний промежуток владения ценными бумагами в период с 1802 по 1992 г. и обнаружил, что самая низкая средняя реальная доходность акций превышала среднерыночную доходность на 1,2%, а самая высокая — на 12,6%. В то же время для долгосрочных облигаций эти показатели составили соответственно минус 3,1 и плюс 8,8%, а для казначейских векселей — минус 3,0 и плюс 8,3%.

С учетом этих результатов может сложиться впечатление о полном отсутствии необходимости устанавливать для акций премии за риск и о том, что правильная оценка рынка

акций будет такой, которая сможет уравнивать приведенную стоимость потоков денежных средств, обеспечиваемых акциями и облигациями в долгосрочном периоде. Представим себе рынок, на котором обращаются два вида активов, один из которых обеспечивает равномерное поступление в течение 30 лет суммарного дохода в \$1000, а другой — поступление того же суммарного дохода, но на неравномерной основе. Полагая, что ваши инвестиции являются долгосрочными, вы будете оценивать их доходность примерно одинаково.

Позвольте теперь выдвинуть гипотезу относительно причин высокой доходности рынка акций в последние несколько лет: поскольку паевые фонды активно заявляли о снижении рисков в долгосрочной перспективе, то премии за риск, требуемые акционерами, также постепенно уменьшались. Поскольку данные Дж. Сигела говорят о том, что действительная премия за риск может быть равной нулю, то это снижение — и соответствующая тенденция повышения стоимости акций — может продолжиться. В современных условиях мы можем инвестировать средства в акции и утверждать, что оракулы, вещающие о «перегретости» рынка, делают большую ошибку.

Источник: «The Wall Street Journal», Monday, March 30, 1998, p. 18.

Смысл понятий «сбережения» и «инвестиции»

Многие люди путают понятия «сбережения» и «инвестиции» или считают их равнозначными. Однако специалисты по макроэкономике, занимающиеся проблемами национального счетоводства, ясно понимают их различия и подходят к их использованию крайне осторожно.

Рассмотрим простой пример. Предположим, что Ларри зарабатывает больше, чем тратит, а неиспользованные средства помещает на банковский счет или покупает на них акции или облигации компаний. Поскольку доходы Ларри превышают его потребление, это способствует росту национальных сбережений. Действия Ларри можно было бы назвать инвестированием, однако в макроэкономике они трактуются как сбережения.

На языке макроэкономики под инвестированием понимается покупка новых средств производства, таких как промышленное оборудование и здания. Когда Моу берет в банке ссуду для постройки нового дома, он увеличивает национальные инвестиции. Аналогичным образом, когда Curly Corporation размещает на рынке свои акции и на вырученные средства строит новый завод,

объем национальных инвестиций также возрастает.

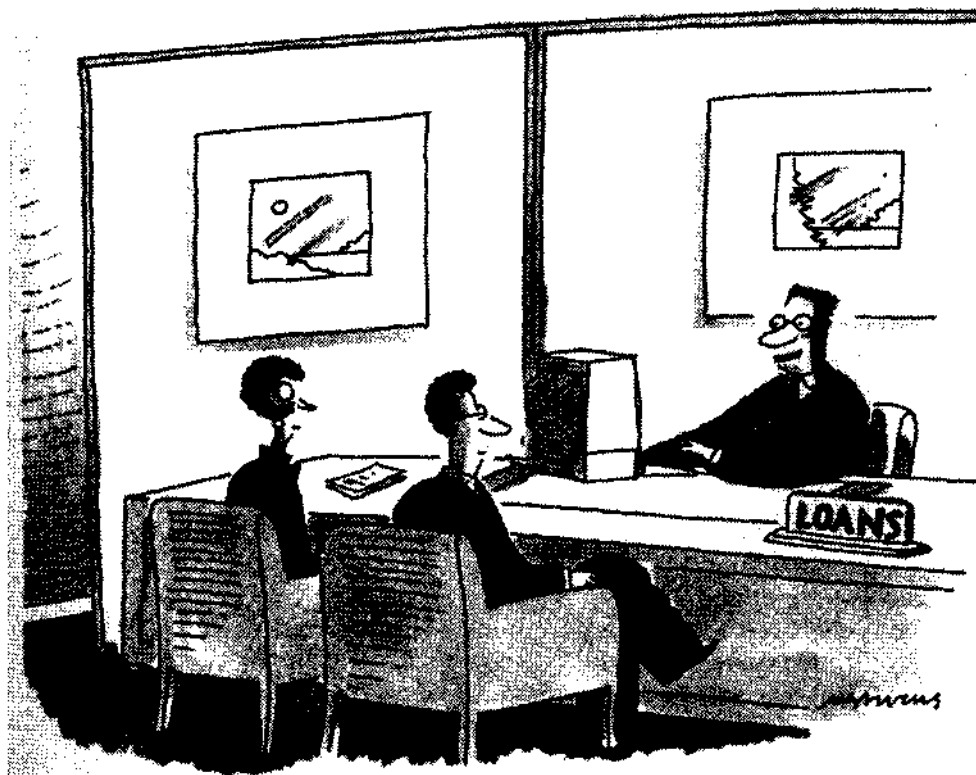
Хотя тождество $S=I$ указывает на то, что в экономике в целом сумма инвестиций равна сумме сбережений, это вовсе не означает, что подобное условие всегда справедливо для каждого домашнего хозяйства или фирмы. Сбережения Ларри могут быть больше, чем его инвестиции, и это позволит ему поместить излишки денег на банковский депозит. Сбережения Моу могут быть меньше, чем его инвестиции, и он будет вынужден занять недостающую сумму в банке. Таким образом, банки и другие финансовые учреждения используют эти ситуации, превращая сбережения одних людей в инвестиции других субъектов экономики.

Проверьте себя. Дайте определение частных сбережений, общественных (публичных) сбережений, национальных сбережений и инвестиций. Как они связаны между собой?

Рынок заемных средств

Познакомившись с важнейшими финансовыми учреждениями и их макроэкономической ролью, мы можем перейти к построению модели финансовых рынков. Наша цель — объяснение роли финансовых рынков в регулировании движения средств, направляемых на сбережения и инвестиции, и анализ влияния различных типов экономической политики государства на процессы сбережения и инвестирования.

Для упрощения реальной ситуации представим, что в экономике существует только один финансовый рынок — рынок заемных средств. На него поступают все средства, идущие на сбережения, и на нем же все заемщики получают ссуды на инвестирование. На этом рынке существует единая ставка процента по вкладам и по ссудам.



«Уф! Эти проклятые процентные ставки опять выросли!»

Разумеется, предположение о единственном финансовом рынке заведомо неверно, так как в реальной экономике функционируют различные финансовые учреждения. Однако искусство построения экономической модели состоит в упрощении мира ради его объяснения (глава 2). Для достижения этой цели мы и идем на подобный шаг.

Спрос и предложение на рынке заемных средств

Рынок заемных средств, как и любой другой рынок, регулируется спросом и

предложением. Для того чтобы понять, как функционирует рынок заемных средств, рассмотрим, прежде всего, источники спроса и предложения.

Предложение заемных средств исходит от людей, имеющих избыточные финансовые ресурсы и готовых одолжить их нуждающимся в деньгах на определенных условиях: либо напрямую, как бывает при покупке облигации какой-либо компании, или через посредника, как, например, при открытии счета в банке который, в свою очередь, выдает ссуды из аккумулированных взносов клиентов-вкладчиков. В обоих случаях сбережения служат источником предложения ресурсов рынка заемных средств.

Спрос на заемные средства создается домашними хозяйствами и фирмами, которым необходимы ссуды для инвестиций. Спрос определяется потребностями семей в ипотечных кредитах для покупки нового жилья и заинтересованностью фирм в получении ссуд для приобретения нового оборудования и строительства производственных помещений. В обоих случаях инвестиции — источник спроса на заемные средства.

Процентная ставка отражает либо плату за пользование кредитом, либо доход заимодавца. Поскольку высокая ставка процента приводит к удорожанию ссуды, это, в свою очередь, определяет снижение спроса на заемные средства, одновременно высокая ставка процента делает более привлекательными сбережения, что вызывает рост их предложения. Другими словами, кривая спроса имеет отрицательный наклон (убывает), а кривая предложения — положительный (возрастает).

На рис. 13.1 представлена процентная ставка, уравнивающая спрос и предложение заемных средств. В нашем примере она равна 5%, а объем заемных средств составляет \$ 1200 млрд. Если бы процентная ставка оказалась ниже равновесного уровня, объем спроса на заемные средства превысил бы величину предложения, в результате чего для расширения предложения потребовалось бы увеличение процентной ставки. Напротив, если бы ставка

процента оказалась выше уровня равновесия, объем спроса был бы меньше величины предложения, поэтому для привлечения заемщиков пришлось бы пойти на ее снижение.

Вспомните, что экономисты различают реальную и номинальную процентные ставки. Под номинальной процентной ставкой понимается показатель доходности сбережений или стоимости пользования ссудой, а реальная процентная ставка равна номинальной за вычетом процента инфляции. Так как инфляция вызывает обесценивание денег, реальная процентная ставка более точно отражает доход от сбережений и стоимость ссуды, а значит, именно она и определяет равновесие спроса и предложения заемных средств на рис. 13.1. В дальнейшем в этой главе под процентной ставкой мы будем понимать ее реальное значение.

Модель спроса и предложения заемных средств применима и для анализа других рынков. Так, например, на рынке молока его цена также будет определяться равновесием объема спроса и величины предложения, детерминируя поведение и владельцев молочных ферм, и потребителей. Подобным образом процентная ставка, регулирующая спрос и предложение на рынке заемных средств, определяет и поведение людей, стремящихся сделать сбережения или нуждающихся в ссудах для инвестирования.

Теперь мы можем использовать модель спроса и предложения для анализа различных направлений государственной политики, влияющей на сбережения и инвестиции. Для этого мы воспользуемся методикой, рассмотренной в главе 4 и состоящей из трех этапов. Во-первых, мы выясним, вызывает ли данная политика сдвиг кривой спроса или кривой предложения. Во-вторых, мы определим направление этого смещения. И, наконец, в-третьих, мы используем графическую зависимость объемов спроса и величины предложения от показателя процентной ставки для исследования изменений положения точки их равновесия.

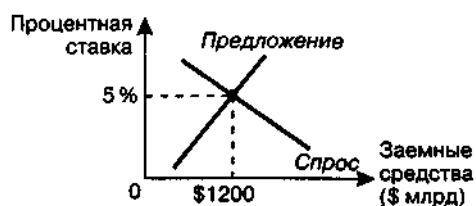


Рис. 13.1. Рынок заемных средств

Узелок на память

Приведенная стоимость

Представьте, что некто предлагает вам получить \$100 сегодня или \$100 через десять лет. Каким будет ваш выбор? Ответ на этот вопрос достаточно прост. Очевидно, что получение \$100 сегодня представляется более выгодным, так как вы можете положить эту сумму в банк и получить ее через десять лет вместе с начисленными процентами. Отсюда следует вывод: деньги, имеющиеся в вашем распоряжении сегодня, являются более ценными, чем те же деньги в будущем.

Теперь рассмотрим более трудный пример. Предположим, что некто предлагает вам получить \$100 сегодня или \$200 через десять лет. Каким будет ваш выбор? Для ответа на этот вопрос вам необходимо иметь способ сравнения денежных сумм в разные моменты времени. Выполняя такие сопоставления, экономисты используют понятие «приведенной стоимости». Приведенная стоимость любой суммы денег в будущем равняется количеству денег в настоящее время, которое генерирует эту будущую сумму при текущем уровне процентных ставок.

Чтобы лучше понять, как следует использовать концепцию приведенной стоимости, рассмотрим решение двух простых задач.

Вопрос: если вы положите \$100 в банк сегодня, какова будет ценность этой суммы через N лет? Другими словами, какой будет будущая ценность имеющихся у вас сегодня \$100?

Ответ: давайте обозначим процентную ставку как r и выразим ее в форме десятичной дроби (то есть если процентная ставка равняется 5%, то $r = 0,05$). Если процентный доход начисляется ежегодно и добавляется к сумме, хранящейся на вашем счете (данный процесс называется начисление сложных процентов), то тогда ваши \$100 превратятся в $(1 + r)\$100$ через год, в $(1 + r)(1 + r)\$100$ - через два года, в $(1 + r)(1 + r)(1 + r)\$100$ - через три года и т. д. Через N лет ваши \$100 превратятся в $(1 + r)^N \$100$. Например, если вы инвестируете \$100 на 10 лет под 5% годовых, то будущая ценность ваших \$100 составит $(1,05)^{10}\$100$, или \$163.

Вопрос: теперь представим, что вам обещают выплатить \$200 через N лет. Какова приведенная стоимость этого будущего платежа? Другими словами, какую сумму денег вам следует положить в банк сегодня, чтобы через N лет получить \$200?

Ответ: для решения этой задачи обратимся к предыдущей. В ней мы рассчитывали будущую стоимость, умножая текущую стоимость на коэффициент $(1 + r)$. Чтобы рассчитать приведенную (текущую) стоимость будущей суммы, мы разделим (мультиплицируем) ее значение на тот же коэффициент $(1 + r)^N$. Таким образом, приведенная стоимость \$200 через N лет равняется $\$200/(1 + r)^N$. Если эта сумма будет положена в банк сегодня, то через N лет она превратится в $(1 + r)^N(\$200/(1 + r)^N)$, то есть в \$200. Например, если процентная ставка составляет 5%, то приведенная стоимость \$200, которые будут получены через 10 лет, составляет $\$200/1,05^{10}$, или \$123.

Приведенный пример иллюстрирует использование общего правила: если процентная ставка равняется r , то приведенная стоимость суммы X , получение которой ожидается через N лет, определяется как $X/(1 + r)^N$.

Теперь вернемся к нашему исходному вопросу: следует ли вам взять \$100

сегодня или \$200 через 10 лет? Решение мы можем принять на основании наших расчетов приведенной стоимости о том, что при процентной ставке в 5% вам следует предпочесть получение \$200 через 10 лет. Эти будущие \$200 имеют текущую приведенную стоимость равную \$123, что очевидно больше, чем \$100. Поэтому вам будет выгоднее подождать обещанной суммы 10 лет.

Заметьте, что ответ на вопрос зависит от величины процентной ставки. Если бы ее значение составило 8%, то тогда приведенная стоимость \$200, обещанных через 10 лет, равнялась бы всего $\$200/(1,08)^{10} = \93 . В этом случае вам было бы выгоднее взять \$100 сегодня. Почему же процентная ставка имеет значение для вашего выбора? Дело в том, что чем выше будет ее значение, тем больше вы сможете получить, положив ваши деньги в банк, и тем привлекательнее будет получение \$100 сегодня.

Понятие приведенной стоимости может использоваться в различных ситуациях, в том числе и в случае оценки компаниями привлекательности инвестиционных проектов. Представим, к примеру, что корпорация General Motors рассматривает вопрос о строительстве нового завода. Допустим, что оно обойдется в \$100 млн. в этом году и принесет компании доход в \$200 млн. через 10 лет. Следует ли GM браться за реализацию проекта? Ответ на вопрос находится тем же способом, что и в нашем предыдущем примере: корпорации необходимо сравнить приведенную стоимость доходов в \$200 млн. с величиной исходных капиталовложений в \$100 млн.

Следовательно, решение компании будет зависеть от величины процентной ставки. Если она равняется 5%, то приведенная стоимость дохода от создания нового завода составит \$123 млн., и тогда строительство будет целесообразным. Напротив, при процентной ставке в 8% приведенная стоимость дохода составит всего \$93 млн., и тогда от проекта следует отказаться. Таким образом, понятие приведенной стоимости помогает объяснить, почему инвестиции, а значит, и

потребность в заемных средствах сокращаются при росте процентной ставки.

Существует и другая сфера применения данного понятия: предположим, что вы выиграли в лотерею \$1 млн., но эта сумма будет выплачиваться вам равными частями по \$20 000 в год в течение 50 лет. Какова в этом случае реальная ценность выигрыша? После выполнения 50 арифметических операций, подобных выполненным выше (одна операция на каждый год) и суммирования результатов вы найдете, что приведенная стоимость такого выигрыша при ставке в 7% годовых составляет всего \$276 000. В этом заключается один из способов, посредством которого обеспечивается прибыльность государственных лотерей, — за счет продажи билетов сегодня и выплаты выигрышей в будущем.

Политика 1: налоги и сбережения

Американцы в сравнении с жителями многих других стран, в частности Германии и Японии, направляют на сбережения меньшую часть своих доходов. Хотя причины такого рода различий не очевидны, многие государственные деятели США видят в этом серьезный повод для беспокойства. Согласно одному из Десяти принципов экономике, уровень жизни населения страны зависит от способности ее экономики производить товары и услуги (глава 1). Как мы видели в предыдущей главе, сбережения — важнейший долгосрочный фактор, определяющий производительность труда. Если бы США смогли стимулировать рост сбережений, увеличились бы и темпы роста ВВП и со временем уровень жизни американских граждан повысился бы.

Другой Принцип экономике утверждает, что человек реагирует на стимулы. Исходя из него, многие экономисты высказывают предположение о том, что низкая норма сбережений частично обусловлена налоговой политикой, не стимулирующей ограничение текущего потребления. Федеральное правительство США, так же как и правительства многих штатов, взимает налоги с доходов, полученных по банковским вкладам, облигациям и в виде

дивидендов по акциям. Рассмотрим простой пример. Предположим, что житель США приобретает тридцатилетние государственные облигации, приносящие 9% годовых, на \$1000. В отсутствие налогообложения доходов по облигациям его начальная сумма сбережений вырастет за 30 лет до \$13 268. Однако если доход гражданина облагается налогом по ставке 33%, через 30 лет его сбережения составят только \$5743. Такая налоговая политика значительно снижает привлекательность сбережений, а значит, и лишает людей стимула к накоплениям.

В качестве решения проблемы многие экономисты и законодатели предлагали внести в налоговый кодекс изменения, ориентированные на повышение привлекательности сбережений. Так, например, Билл Арчер, возглавивший в 1995 г. финансовый комитет конгресса США, предложил заменить существующий подоходный налог налогом на потребление (выведение из под налогообложения направляемых на сбережения доходов до того момента, пока они не будут использоваться в целях потребления). По сути налог на потребление весьма напоминает применяемый во многих государствах налог с оборота (с продаж). Другое, более умеренное предложение состояло в расширении прав американцев на открытие специальных счетов, таких как индивидуальные пенсионные счета, позволяющие людям не платить налоги с части своих сбережений. А теперь обратимся к рис. 13.2 и проанализируем, каким образом стимулирование сбережений влияет на рынок заемных средств.;

Во-первых, на какую кривую воздействует рассматриваемая нами политика? Поскольку ослабление налогового пресса непосредственно влияет на повышение стимулов населения к сбережениям при каждой возможной процентной ставке, оно воздействует и на объем предложения денег на рынке заемных средств при каждой ставке процента. Таким образом, происходит сдвиг кривой предложения заемных средств. Поскольку изменение в налогообложении доходов от сбережений не оказывает непосредственного влияния на число

заемщиков при любой данной процентной ставке, оно никак не отражается на спросе на заемные средства.

Во-вторых, определим, каким образом изменится положение кривой предложения? Поскольку при ослаблении налогов домашние хозяйства будут увеличивать долю сбережений за счет ограничения текущего потребления, они направляют большие суммы на банковские депозиты или на приобретение облигаций. В результате предложение заемных средств увеличивается, что и отражено на рис. 13.2 как смещение кривой предложения вправо из положения 5, в положение 52.

И, наконец, мы рассматриваем изменение положения точки равновесия. Как видно из рисунка, увеличение предложения заемных средств привело к снижению процентной ставки с 5 до 4%, что, в свою очередь, выразилось в увеличении объема спроса на заемные средства с \$1200 млрд. до \$1600 млрд. Таким образом, сдвиг кривой предложения вызывает смещение точки равновесия вдоль кривой спроса. Другими словами, при снижении стоимости ссуды домашние хозяйства и фирмы имеют больше стимулов для заимствований средств, направляемых на инвестиции. Основной вывод состоит в том, что изменение налогового законодательства в сторону поощрения сбережений приводит к снижению процентной ставки и росту инвестиций.

Хотя с этим заключением согласны большинство экономистов, единое мнение по поводу конкретных шагов налоговой реформы в США отсутствует. Многие специалисты поддерживают налоговые изменения, направленные на увеличение сбережений, с целью стимулирования инвестиционной активности. Однако эта точка зрения вызывает скептическое отношение других ученых, полагающих, что подобные меры не окажут заметного эффекта в национальном масштабе. Кроме того, они критически оценивают социальную справедливость подобных реформ: По их мнению, в большинстве случаев выгоды от преобразований получают Обеспеченные граждане США, которые и так меньше

других нуждаются в снижении налогового бремени. В конце нашей книги мы ещё раз вернемся к этой дискуссии и рассмотрим аргументы сторон более подробно.

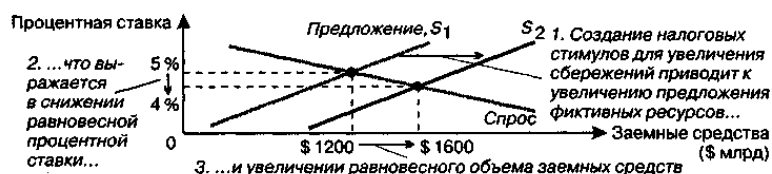


Рис. 13.2. Увеличение предложения заемных средств

Политика 2: налоги и инвестиции

Предположим, что конгресс США принял закон о налоговых льготах для фирм, инвестирующих средства в строительство новых предприятий. По сути это то же самое, что и вводимый американскими законодателями время от времени инвестиционный налоговый кредит. А теперь с помощью рис. 13.3 рассмотрим, как принятие нового закона повлияет на ситуацию на рынке заемных средств.

Во-первых, как отразится ослабление налогового бремени на спросе и предложении? Очевидно, что, поскольку налоговая льгота создает новые стимулы для получения ссуд и инвестирования их в производство, произойдет изменение спроса на рынке заемных средств. Что же касается домашних хозяйств, то эта льгота при каждой возможной процентной ставке никак не повлияет на их стремление к сбережениям, а значит, и не изменит предложение свободных денежных ресурсов».

Во-вторых, что произойдет с кривой спроса? Так как фирмы получают дополнительные стимулы к увеличению инвестиций при каждой возможной процентной ставке, объем спроса на заемные средства при любой данной ставке процента возрастает. Таким образом, кривая спроса сдвигается вправо из положения D1 в положение D2 (рис. 13.3).

В-третьих, как изменится положение точки равновесия? Как показано на рис. 13.3, увеличение спроса на заемные средства привело к возрастанию процентной ставки с 5 до 6%; заинтересованность домашних хозяйств в росте сбережений повысилась, и объем предложения заемных средств возрос с \$1200 млрд. до \$1400 млрд. Таким образом, изменение налогового законодательства, направленное на поощрение инвестиций, приводит к росту и процентной ставки, и сбережений.

Политика 3: дефицит и профицит государственного бюджета

Один из самых острых внутриполитических вопросов последнего десятилетия в США — проблема дефицита государственного бюджета. Напомним, что дефицит бюджета образуется, когда расходы государства превышают его доходы от сбора налогов. Накопленный дефицит бюджета носит название государственного долга. В последние годы в США произошел заметный рост обоих показателей, что вызвало острые дискуссии относительно проблем дефицита бюджета, распределения государственных средств и долгосрочного экономического роста.

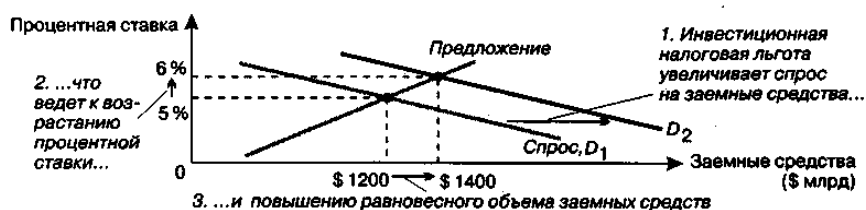


Рис. 13.3. Увеличение спроса на заемные средства

Мы проведем анализ влияния бюджетного дефицита на рынок заемных средств в три этапа (рис. 13.4). Во-первых, что происходит с кривыми спроса и предложения заемных средств при росте дефицита бюджета? Вспомним, что национальные сбережения, являющиеся источником предложения заемных средств, состоят из публичных и частных сбережений. Рост дефицита бюджета

вызывает изменение общественных сбережений, следовательно, предложение заемных средств уменьшается. Поскольку дефицит бюджета при каждой возможной процентной ставке не оказывает влияния на объемы заимствований на инвестиционные цели домашних хозяйств и фирм, спрос на заемные средства не изменяется.

Во-вторых, в каком направлении происходит смещение кривой предложения? Дефицит государственного бюджета приводит к снижению уровня национальных сбережений. Другими словами, когда государство занимает деньги для покрытия бюджетного дефицита, предложение заемных средств, которые фирмы и домашние хозяйства могли бы использовать для инвестиций, уменьшается. Эта ситуация отражена на рис. 13.4 сдвигом кривой предложения влево из положения S_1 в положение S_2 .

В-третьих, мы имеем возможность сравнить исходное и конечное рыночное равновесие. Увеличение бюджетного дефицита приводит к возрастанию процентной ставки с 5 до 6%, что, в свою очередь, оказывает воздействие на поведение фирм и домашних хозяйств. В частности, рост процентной ставки заставил многих потенциальных заемщиков отказаться от планов строительства новых домов или предприятий. Снижение инвестиционной активности вследствие роста объемов заимствований государства называется вытеснением, последствия которого отражены на рис. 13.4, когда движение вдоль кривой спроса приводит к снижению объема заемных средств с \$1200 млрд до \$800 млрд. То есть когда государство для покрытия бюджетного дефицита прибегает к заимствованиям на рынке заемных средств, инвестиционная активность частных заемщиков уменьшается.

Итак, из анализа воздействия бюджетного дефицита на спрос и предложение на рынке заемных средств следует вывод о том, что когда вследствие роста дефицита государственного бюджета уровень национальных сбережений снижается, это приводит к увеличению равновесной ставки

процента и уменьшению объемов частных инвестиций. Поскольку инвестиции — один из важнейших факторов долгосрочного экономического роста, рост дефицита государственного бюджета означает неизбежное снижение темпов развития экономики.

Профицит государственного бюджета оказывает прямо противоположный эффект. Когда налоговые поступления государства превышают его расходы, то оно направляет полученную разницу на уменьшение государственного долга. Следовательно, профицит бюджета, или общественные сбережения, увеличивает национальные сбережения. Таким образом, профицит бюджета способствует увеличению предложения заемных средств, снижению процентной ставки и стимулирует инвестиционную деятельность. В свою очередь, увеличение инвестиций приводит к дальнейшему накоплению капитала и более быстрому экономическому росту.

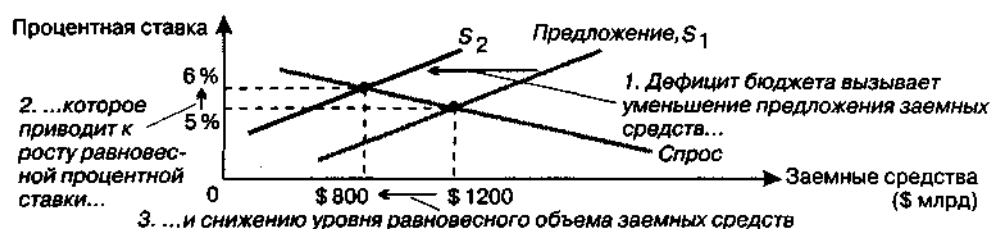


Рис. 13.4. Последствия дефицита государственного бюджета

Практикум

Дискуссии относительно профицита бюджета

Наш анализ показывает, почему при прочих равных условиях профицит бюджета создает более благоприятные условия для экономического роста, чем дефицит. Однако формирование экономической политики является более сложным процессом, чем простая констатация подобного факта. Иллюстрацией сказанного может служить ситуация конца 1990-х гг., когда в

США образовался профицит бюджета, в результате чего в стране развернулись жаркие дискуссии по поводу способов использования образовавшегося излишка средств.

Многие политики выступали за то, чтобы оставить полученную сумму денежных средств в неприкосновенности, отказавшись от увеличения государственных расходов или компенсации последствий сокращения налогов. Они основывали свое требование на результатах выводов экономического анализа, в соответствии с которыми использование профицита бюджета для сокращения государственного долга стимулирует частные инвестиции и экономический рост. Однако их оппоненты придерживались других точек зрения. Часть экономистов призывали направить профицит на увеличение государственных расходов, на развитие инфраструктуры и образования, поскольку такие публичные инвестиции обеспечивают большую доходность, чем обычные частные капиталовложения. Другие специалисты указывали на необходимость снижения налогов, поскольку данная мера позволила бы ослабить искажения, неминуемые при принятии бизнес-решений, и будет способствовать более эффективной аллокации ресурсов; кроме того, они предупреждали, что без такого сокращения налогов у конгресса появится искушение направить избыток государственных доходов на реализацию различных сомнительных проектов. Когда эта книга выходила в свет, дискуссии относительно использования профицита бюджета продолжались. По этому вопросу у разных достаточно разумных людей могут быть различные мнения. Выбор политики здесь зависит от того, насколько ценными представляются вам общественные инвестиции по сравнению с частными, насколько важной представляется для вас необходимость снижения налогов и насколько устойчивой представляется вам текущая политическая ситуация.



«Наш план сокращения долга чрезвычайно прост, но он потребует огромных денег.»

Проверьте себя. Если бы большинство американцев стали жить по принципу «после нас хоть потоп», то, как это повлияло бы на сбережения, инвестиции и процентную ставку?

Заключение

«Не будь ни должником, ни кредитором», — советует Полоний сыну в пьесе У. Шекспира «Гамлет». Однако, если бы каждый из нас следовал этому совету, эта глава оказалась бы никому не нужной.

Мало кто из экономистов согласился бы с Полонием. Нам постоянно приходится одалживать и брать займы по самым разным причинам: для покупки нового дома или открытия своего дела, кто-то доверяет нам деньги в расчете на то, что их возвращение с процентами обеспечит его старость. Назначение финансовой системы состоит во взаимном удовлетворении интересов кредиторов и заемщиков.

Финансовые рынки похожи на все остальные по многим параметрам. Процентная ставка, определяющая стоимость использования заемных средств, играет роль регулятора спроса и предложения, подобную роли цены товара на любом другом рынке. Мы имеем возможность анализировать изменения спроса

и предложения на рынке финансов, как и на рынке любых товаров и услуг. Один из Десяти принципов экономике утверждает, что рынок обычно является эффективным способом организации экономической деятельности. Данный принцип справедлив и для финансовых рынков: при равновесии спроса и предложения на заемные средства создаются оптимальные условия для наиболее эффективного использования ограниченных ресурсов экономики.

Однако финансовые рынки имеют определенную специфику, поскольку играют уникальную роль связующего звена между настоящим и будущим экономики. Те, кто делают сбережения, рассчитывают, что их текущие финансовые средства приобретут большую покупательную способность в будущем. Те же, кто берут ссуды, надеются, что, инвестируя дополнительные средства в развитие бизнеса, они со временем увеличат производство товаров и услуг. Таким образом, эффективно работающие финансовые рынки важны не только для нынешних, но и для будущих поколений, которые смогут воспользоваться многими нашими достижениями.

Практикум

Государственный долг и дефицит бюджета США

Насколько велик государственный долг США? В разные периоды ответы на этот вопрос могли существенно отличаться друг от друга. На рис.13.5 показан график изменения государственного долга США, выраженного в процентах к величине ВВП. Этот график показывает, что государственный долг изменялся от 0% в 1836 г. до 107% в 1945 г. В последние годы этот показатель составлял около половины величины ВВП.

Поведение соотношения государственного долга и ВВП является одним из критериев оценки ситуации в государственных финансах. Поскольку ВВП является приближенной мерой оценки собираемых налогов, то снижение отношения государственного долга к ВВП указывает на то, что правительственная задолженность уменьшается в сравнении с величиной налоговых поступлений. Это говорит о том, что государство в определенном смысле старается жить «по средствам». Увеличение отношения государственного долга к ВВП означает, что фискальная политика правительства (то есть политика в сфере осуществления государственных расходов и

сбора налогов) требует пересмотра.

Основной причиной возрастания государственного долга чаще всего являются войны. С началом военных действий затраты правительства на национальную оборону резко возрастают. Одновременно обычно увеличиваются и налоги, но их рост, как правило, не покрывает дополнительных расходов. Когда же война заканчивается, то расходы государства сокращаются в результате чего снижается и отношение государственного долга к ВВП.

Существуют две причины, позволяющие считать финансирование военных действий за счет увеличения государственного долга разумной политикой. Во-первых, это позволяет правительству плавно увеличивать налоги. Без финансирования за счет займов произошло бы резкое увеличение ставок налога, что, привело бы к снижению эффективности функционирования экономики (глава 8). Во-вторых, такое финансирование позволяет переложить часть бремени военных расходов на будущие поколения, которым и придется погашать государственный долг. Данный подход может считаться вполне справедливым, так как будущие поколения будут пользоваться благами мира, обеспеченного сражавшимися против агрессоров предшественниками.

Однако в начале 1980-х гг. произошло резкое увеличение государственного долга США в мирных условиях. Когда в 1981 г. новым хозяином Белого дома стал Рональд Рейган, он обещал снизить налоги и государственные расходы. Однако выполнение второй части его обещания по политическим соображениям оказалось крайне сложным, и Америка вступила в затянувшийся период роста бюджетного дефицита, который продолжился при Джордже Буше и Билле Клинтоне. В результате государственный долг США вырос с 26% от ВВП в 1980 г. до 50% от ВВП в 1993 г.

Как мы отмечали ранее, дефицит государственного бюджета означает сокращение национальных сбережений и инвестиций и замедляет долгосрочный экономический рост; именно поэтому рост государственного долга вызывал серьезную озабоченность у многих экономистов. Члены обеих ведущих политических партий США неоднократно подчеркивали остроту возникшей проблемы. Когда Овальный кабинет занял Билл Клинтон, он заявил, что снижение дефицита бюджета — основная внутривластная задача новой администрации. Подобную цель поставили и республиканцы, завоевавшие большинство в конгрессе в 1995 г. Усилия обеих ветвей власти принесли определенные положительные результаты, однако полностью решить проблему дефицита пока не удалось.

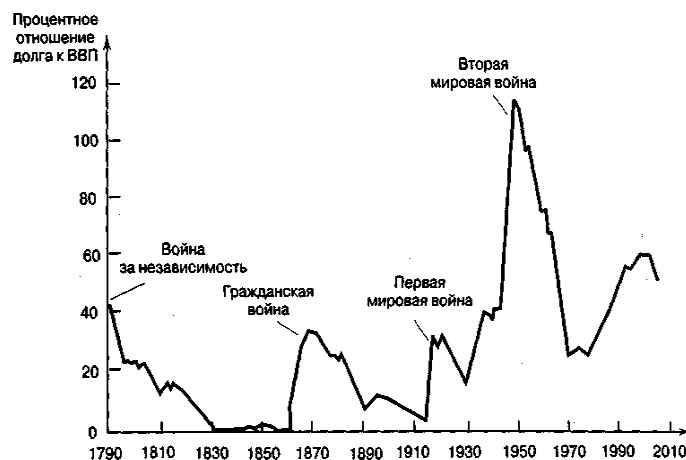


Рис. 13.5. Государственный долг США

Источник: U.S. Department of Treasury; U.S. Department of Commerce; and T.S. Berry, «Production and Population since 1789», Bostwick Paper № 6, Richmond, 1988.

Выводы

* Финансовая система США состоит из финансовых институтов разных типов: рынков акций и облигаций, банков и взаимных фондов. Все эти структуры занимаются направлением свободных ресурсов домохозяйств, желающих сделать сбережения, в распоряжение фирм и других нуждающихся в заимствованиях домохозяйств.

* Тождества, используемые в национальном счетоводстве, позволяют выяснить некоторые важные связи между различными макроэкономическими переменными. В частности, для закрытой экономики национальные сбережения должны равняться инвестициям. Финансовые учреждения играют роль передаточных механизмов между сбережениями одних людей и инвестициями других.

* Уровень процентной ставки определяется спросом и предложением заемных средств. Предложение обеспечивается домохозяйствами, желающими

сберечь часть своих доходов и готовыми предоставить их в чье-либо пользование на определенных условиях. Спрос на заемные средства исходит от домохозяйств и фирм, нуждающихся в ссудах для инвестирования. Чтобы проанализировать, как та или иная политика государства влияет на уровень процентной ставки, необходимо рассмотреть результаты ее воздействия на спрос и предложение заемных средств.

* Национальные сбережения равны сумме общественных и частных сбережений. Дефицит государственного бюджета, отражающий превышение расходов государства над его доходами, уменьшает национальные сбережения и предложение заемных средств, которые могут быть направлены на инвестирование. Когда за счет дефицита бюджета происходит вытеснение с рынка заемных средств ресурсов, направляемых на инвестирование, это приводит к снижению темпов роста производительности труда и ВВП.

Основные понятия

Финансовая система	Облигация
Финансовые рынки	Акция
Дефицит бюджета	Вытеснение
Профицит бюджета	Финансовые посредники
Национальные сбережения	Рынок заемных средств
Частные сбережения	
Взаимный (паевой) инвестиционный фонд	
Общественные (публичные) сбережения	

Вопросы

1. В чем состоит роль финансовой системы? Назовите и опишите два вида рынков, являющихся частью финансовой системы экономики США. Назовите и опишите два типа финансовых посредников.

2. Почему для людей, владеющих акциями и облигациями, так важно диверсифицировать их инвестиции? Какой тип финансовых институтов

позволяет упростить проведение подобной диверсификации?

3. Что такое национальные, частные и публичные сбережения? Как эти три типа сбережений связаны между собой?

4. Приведите примеры положений Налогового кодекса, принятие которых способствовало бы увеличению частных сбережений. Как они могут повлиять на рынок заемных средств?

5. Что такое дефицит государственного бюджета? Как он влияет на процентную ставку, инвестиции и экономический рост?

Задания для самостоятельной работы

1. Сравните доходности каждой из пар облигаций в следующих примерах. Приведите свои объяснения.

а. Облигация правительства США или облигация правительства одной из восточноевропейских стран.

б. Облигация со сроком погашения в 2005 г. или облигация со сроком погашения в 2025 г.

в. Облигация корпорации Coca-Cola или облигация компании по выпуску программного обеспечения, офис которой расположен в вашем гараже.

г. Облигация федерального правительства или облигация правительства штата Нью-Йорк.

2. Найдите данные о стоимости акций двух известных вам (возможно, в качестве клиента) компаний. Каково отношение стоимости и доходности акций каждой из них? В чем, на ваш взгляд, причина различий этих показателей? Если бы вы могли купить одну из этих двух акций, то какую бы вы выбрали? Почему?

3. Президент США Теодор Рузвельт однажды сказал: «С точки зрения морали нет никакой разницы между игрой в карты, игрой на скачках и игрой на бирже». Каким социальным целям служит, по вашему мнению, существование рынка акций?

4. Снижение цен на акции иногда рассматривается как предвестник

снижения реального ВВП. В чем заключается, на ваш взгляд, справедливость такого подхода?

5. В этой главе объяснялось, каким образом взаимные фонды позволяют людям с небольшими средствами приобретать долю в диверсифицированном портфеле акций и облигаций. В чем заключаются преимущества такого вида размещения свободных средств по сравнению с покупкой акций или облигаций единственной компании?

6. Когда в 1998 г. правительство России отказалось от исполнения обязательств по своим долгам иностранным кредиторам, сразу же выросли процентные ставки по облигациям, выпущенным многими другими развивающимися странами. Почему это произошло?

7. Многие рабочие приобретают акции компаний, в которых они работают. Почему, на ваш взгляд, компании поощряют такие действия своих сотрудников? По каким причинам кто-либо может не захотеть приобретать акции фирмы, в которой он работает?

8. Ваш товарищ утверждает, что он покупает акции только тех компаний, чьи доходы, по общему мнению, будут заметно расти в будущем. Как, по вашему мнению, показатель P/E этих компаний будет отличаться от аналогичного показателя акций других фирм? В чем может заключаться недостаток подхода к покупке акций, используемый вашим товарищем?

9. Объясните, в чем разница между сбережениями и инвестициями с точки зрения макроэкономики? В каких из следующих ситуаций средства направлялись на сбережения, а в каких на инвестиции? Приведите свои объяснения.

а. Ваша семья получает ипотечную ссуду и покупает новый дом.

б. Ваш товарищ зарабатывает \$100 и кладет их на депозит в банк.

в. Вы берете в банке ссуду в \$1000 для покупки автомобиля, который собираетесь использовать в вашем бизнесе, связанном с доставкой пиццы.

г. Вы выписываете чек на \$200 для покупки акций корпорации AT&T.

10. Предположим, что ВВП страны составляет \$8 трлн., налоговые поступления — \$1,5 трлн., частные и государственные сбережения — соответственно \$0,5 трлн. и \$0,2 трлн. Считая экономику замкнутой, рассчитайте значения потребления, государственных закупок, национальных сбережений и инвестиций.

11. Предположим, что компания Intel рассматривает вопрос о строительстве нового завода по производству микросхем.

а. Если Intel собирается получить заемные средства путем выпуска облигаций, то, как повышение процентной ставки может повлиять на решение фирмы строить новый завод?

б. Если Intel имеет достаточно собственных средств для строительства, чтобы не прибегать к заимствованиям, то как в этом случае рост процентной ставки может изменить намерение компании? Дайте свои объяснения.

12. Предположим, что государство собирается заимствовать в следующем году на \$20 млрд. больше, чем в текущем.

а. Используя график спроса и предложения, проанализируйте эту политику. Приведет ли она к росту или снижению процентной ставки?

б. Что произойдет с инвестициями? С частными сбережениями? С национальными сбережениями? Сравните размер изменений с дополнительными \$20 млрд. государственных заимствований.

в. Как эластичность предложения заемных средств повлияет на размер этих изменений?

г. Как эластичность спроса на заемные средства повлияет на размер этих изменений?

д. Предположим, что вследствие роста государственных заимствований домохозяйства ожидают увеличения налогов, необходимых для оплаты государственного долга. Как эти ожидания повлияют на текущие частные

сбережения и на текущее предложение заемных средств? Приведет ли это к усилению или к ослаблению эффектов, рассмотренных в п. (а) и (б)?

13. За последние 10 лет новые компьютерные технологии дали возможность фирмам добиться значительного снижения показателей величин материальных запасов, приходящихся на один доллар проданной продукции. Проиллюстрируйте влияние такого изменения на рынок заемных средств. (Подсказка: расходы на приобретение материальных запасов эквивалентны инвестициям.) Как, по вашему мнению, такой процесс сказался на инвестировании в приобретение нового оборудования и промышленных зданий?

14. «Некоторые экономисты обеспокоены тем, что старение населения промышленно развитых стран приведет к сокращению частных сбережений именно тогда, когда инвестиционные потребности развивающихся экономик будут возрастать» («Economist», May 6, 1995). Проиллюстрируйте влияние этого феномена на мировой рынок заемных средств.

15. В этой главе объясняется, что инвестиции могут быть увеличены как за счет сокращения налогообложения частных сбережений, так и за счет снижения дефицита государственного бюджета.

а. Почему так трудно реализовать обе эти политики одновременно?

б. Что необходимо знать о частных сбережениях, чтобы оценить, какая из этих политик окажется более эффективной в плане стимулирования инвестиций?