

## Часть II

# Древнее искусство макроэкономики



## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

**М**ы закончили часть I книги выводом о том, что люди, равно как и рынки, далеко не рациональны. Таким образом, ответ на главный вопрос книги — «Во что мне инвестировать мои деньги?» — во многом зависит от обстоятельств. Порой они благоприятствуют инвестициям в акции, в других случаях предпочтительнее иные варианты инвестирования.

В части II мы проанализируем макроэкономическую ситуацию с точки зрения инвестиционных перспектив. Поскольку рынки далеко не рациональны, не приходится рассчитывать и на обоснованность («справедливость») рыночных цен. Следовательно, надо рассматривать разные варианты инвестирования — в облигации, акции, недвижимость. В данном разделе мы проанализируем фундаментальные силы, определяющие доходность инвестиций.

В главе 4 представлен краткий обзор экономики США. Сказывается ли пагубно бюджетный дефицит на экономической ситуации? Способна ли революция в производительности сделать нашу жизнь лучше и состоятельней? В главе 5 мы рассмотрим инфляцию и дефляцию. Способствует ли Федеральная резервная система росту инфляции? Почему слишком низкие цены могут негативно отразиться на каждом из нас? В главе 6 мы изучим вопрос дефицита торгового баланса США и его влияние на курс американского доллара. Каким образом обесценивающийся американский доллар сказывается на инвесторах? Как долго продлится падение курса доллара?

# КРАТКИЙ ОБЗОР ЭКОНОМИКИ США

## Америка — талантливый должник



### Финансовое похмелье против американского упоения

Э то было самое прекрасное время, это было самое злосчастное время» — так начинается знаменитая «Повесть о двух городах» Чарльза Диккенса. — «...Век мудрости, век безумия... пора света, пора тьмы, весна надежд, стужа отчаяния».

Английский писатель имел в виду, что это описание подходит для любых времен. Действительно, замечание Диккенса как нельзя лучше характеризует нынешнюю ситуацию, как в целом, так и с экономической точки зрения. В этой главе мы рассмотрим противоположные взгляды на экономическую ситуацию в США. Взгляды одних — глашатаев злосчастной поры — предвещают финансовое похмелье на годы или десятилетия вперед, тогда как другим — исполненным энтузиазма оптимистам — будущее видится изобилующим материальными благами и досугом.

Призрак революции маячит на заднем плане «Повести о двух городах». Повествование в книге разворачивается в начале 1775 года, поэтому читатели знают, что уже вскоре улицы Парижа обогрятся кровью. Основу споров о современной экономической ситуации тоже составляет революция. Пусть современная революция и не столь кровава, как та, которую

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

пережила Франция в XVIII веке, это не умаляет ее огромного значения.

Промышленная революция нарушила устойчивую прежде зависимость между физическим трудом и экономическим благополучием. Машины избавили людей от необходимости изнуряющего физического труда. Однако даже имея в своем распоряжении машины, люди все равно вынуждены работать. Ныне же революция в области информационных технологий сулит материальное изобилие без необходимости трудиться для этого.

Знаменитый экономист Джон Мейнард Кейнс, хотя никогда и не видел компьютера, изложил такое оптимистическое видение будущего в своей работе 1930 года «Экономические возможности для наших внуков»<sup>1</sup>. В ней грядущее представлялось Кейнсу исполненным материального достатка и с избытком свободного времени. Автору казалось, что жизнь его внуков будет очень обеспеченной, поэтому им придется трудиться всего по несколько часов в день, расходуя избыток свободного времени на занятия искусством и интеллектуальные изыскания. Кейнса даже беспокоила нехватка в будущем работы для того, чтобы человеку было чем себя занять.

*Придется постараться, так сказать, намазывать масло как можно более тонким слоем, чтобы распределить имеющуюся работу между наибольшим числом работников. Трехчасовой рабочий день или пятнадцатичасовая рабочая неделя позволят во многом решить проблему [нехватки работы на всех]. Работать три часа в день будет вполне достаточно.*

Если такое будущее и ожидает наших внуков, то, вероятно, ключевую роль в этом сыграют информационные технологии.

---

<sup>1</sup> Keynes J.M. *Economic Possibilities of Our Grandchildren // Essays in Persuasion.* — London: *Macmillan*, 1972.

## Краткий обзор экономики США

«Повесть о двух городах», увидевшая свет в 1859 году, содержала в себе предостережение: те, кто не готовятся к переменам, могут закончить свои дни на гильотине. В частности, Британии стоило опасаться тех же кровавых аспектов перемен, которые постигли (и обезглавили) французское общество.

Эта историческая ситуация проецируется на сегодняшний день. Угрожающая перспектива разделить судьбу японской экономики тяготеет над США. В конце 1980-х годов японская экономика демонстрировала завидный рост, и аналитики уверенно заявляли о грядущем величии Страны восходящего солнца. Но на протяжении последних 15 лет экономика Японии переживает застой, безработица невероятно выросла, а уверенность в отношении перспектив страны развеялась. Хотя Япония все еще остается лидером во многих экономических отраслях, у нее также самый высокий показатель числа самоубийств среди населения развитых стран.

Так какое же будущее ожидает Соединенные Штаты? Будет ли оно, подобно мечтам Кейнса, наполнено содержательным досугом благодаря информационным технологиям или окажется болезненным путем, по которому пошла Япония?

Ответ на поставленный вопрос будет дан в этой главе. Понимание названной проблемы потребует от нас углубления в такие концепции, как государственный долг, бюджетный дефицит и производительность. Впрочем, размышляя об американской экономике, я думаю не только об экономических показателях. Мне также часто вспоминаются мой одноклассник Стив и далекая осень 1975 года.

В ту пору я был членом школьной команды по кроссовому бегу. Сказать по правде, как я, так и остальные члены нашей команды были посредственными бегунами, настолько посредственными, что наши основные соперники и чемпионы штата, команда «Гросс-Пойнт-Норт», относились к соревнованиям с нами как к тренировке. Эти завидные бегуны не хотели жертвовать тренировочным днем ради того, чтобы посоревноваться

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

со столь жалкими соперниками, как мы, поэтому на встречу с нами не приезжали на автобусе, а буквально пробежали восемь миль (около 13 км) до стартовой линии. Затем они с легкостью побеждали нас в забеге на три мили (около 5 км) и также бегом возвращались домой, снова преодолевая восемь миль.

В это печальное время в нашей команде появился новичок, Стив, обладавший исключительными способностями к бегу. Не занимаясь прежде данным видом спорта, Стив сразу же проявил свой незаурядный талант и вскоре стал лучшим бегуном в нашей команде.

Удивительно, но Стив не прилагал особых усилий к тому, чтобы стать хорошим бегуном. В то время как мой друг Джим и я старались соблюдать правильный рацион и спортивный режим, Стив не отказывал себе в удовольствии опрокинуть несколько рюмок накануне состязаний. И хотя порой он заявлялся на субботний забег с похмелья, его врожденный талант, как правило, позволял ему приходиться к финишу первым. Однако когда Стив бывал после особо тяжелого перепооя, мы не были уверены в том, что возьмет верх — талант Стива или его похмелье. Превзойдут ли излишества предыдущего вечера способности Стива?

Американская экономика переживает похожую схватку похмелья с врожденным талантом. США доказали свою несравненную способность к новаторству и производству. Экономическая система США, похоже, обладает природным даром производить качественные и в то же время не слишком дорогие товары. Однако на протяжении нескольких последних лет этот дар оказался под угрозой финансового похмелья, обусловленного излишествами 1990-х годов.

Так что же в итоге возьмет верх — похмелье или способности? Ответ на этот вопрос потребует тщательного анализа некоторых макроэкономических показателей. В мою бытность студентом магистерской программы делового управления

## Краткий обзор экономики США

(англ. аббревиатура — MBA. — *Примеч. ред.*) в Массачусетском технологическом институте экономист Лестер Тэроу однажды сказал: «Если кому-то нравится анализировать заполненные сухими цифрами таблицы, ему, вероятно, надо стать экономистом». Это занятие и вправду вызывало у меня интерес, и по прошествии нескольких лет я вернулся в свой институт, чтобы получить степень доктора философии (Ph.D.) и стать экономистом.

Когда в какой-нибудь светской беседе я сообщаю о том, что преподаю экономику, в ответ чаще всего слышу: «В колледже это был мой самый нелюбимый предмет». Я знаю десятки людей, которые записывались на курс экономики в колледже, но вскоре разочаровывались в этом предмете и выбирали другую специализацию. Частично такая нелюбовь к экономике объясняется традиционным стилем обучения (скука!), а частично самой природой предмета (включая те самые заполненные сухими цифрами таблицы). Как ни трудно мне в это поверить, но, оказывается, многие люди вовсе не находят занимательной экономическую статистику.

Более того, некоторым удастся финансово преуспеть, не утруждая себя анализом экономических данных. Как, например, моему другу Дэвиду, торгующему нефтью на Нью-Йоркской товарной бирже. Он один из тех трейдеров, которые образуют хорошо знакомую нам по телевидению или кино галдящую и орущую толпу на торговой площадке биржи. Дэвид зарабатывает тем, что продает и покупает нефть. Как он однажды пошутил, на его могиле надо бы поместить эпитафию «О деньгах вопиил».

Вопли Дэвида действительно принесли ему хорошие деньги. За свою жизнь он заработал больше 10 млн долл.

Как ему это удается?

Раньше я, бывало, все допытывался у него, стремясь выведать его секрет: «Как считаешь, если США начнут строить новые атомные электростанции, это сократит спрос на нефть?»

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Как пожары на кувейтских нефтяных месторождениях, устроенные войсками Саддама Хусейна в 1991 году, скажутся на объемах нефтедобычи Кувейта?» На все подобные вопросы Дэвид безразлично отвечал: «Ума не приложу». Он как-то пошутил, что для его работы ему даже не надо знать, сколько галлонов содержит баррель нефти (42).

Так в чем же секрет Дэвида? Он резюмировал его следующей фразой: «Я знаю, когда следует покупать, а когда — продавать». Находясь в толпе других таких же трейдеров, Дэвид слушает, наблюдает и действует. Он воспринимает эмоциональные сигналы, исходящие от его коллег, и при этом почти или совсем не применяет какой-либо формальный экономический анализ.

Итак, можно ли зарабатывать, не прибегая к экономическому анализу, а только улавливая настроения? Получается, да. Однако, как я полагаю, комбинируя результаты экономического анализа со знанием науки иррациональности, можно заработать еще больше. Этот тезис мы раскроем ниже в нашей книге, что потребует от нас знакомства с экономическими реалиями.

Вначале представим аргументы тех, кому будущее видится в мрачных тонах, после чего изложим точку зрения оптимистов.

### **«Медвежий» аргумент №1.**

#### **«Зверинец» в национальном масштабе**

«Сынок, нельзя шагать по жизни, будучи жирным, пьяным и тупым», — заявляет декан Вернон Уормер, исключая из колледжа членов братства «Зверинец». Узнав о своем исключении, Блутто — персонаж Джона Белуши — сетует: «Семь лет колледжа псу под хвост!»

Первый аргумент не в пользу американской экономики: путь, который можно охарактеризовать как «жирный, пьяный и тупой», к благополучию не приведет. Экономика США держится на трех «столпах»: 1) бюджетном дефиците, 2) политике



«дешевых» денег, реализуемой Федеральной резервной системой, и 3) чрезмерных расходах американских потребителей.

### **Столп №1. Бюджетный дефицит**

Когда федеральное правительство США испытывает бюджетный дефицит, оно покрывает его за счет продажи казначейских облигаций. С начала 1960-х годов и до конца 1990-х правительство США обычно расходовало больше средств, чем получало в виде налогов, поэтому предложение облигаций росло. Однако начиная с конца 1990-х годовые бюджеты США были с профицитом, поэтому правительство имело возможность выкупать значительный объем своих облигаций. Просто в период технологического бума на фондовом рынке налоговые поступления существенно возросли (в основном за счет налога на прибыль от операций с ценными бумагами).

Неожиданно некоторые экономисты стали высказывать опасения по поводу слишком резкого сокращения государственного долга! Они беспокоились, что профицитные бюджеты позволят в итоге полностью погасить государственные обязательства, вследствие чего казначейские облигации исчезнут как класс. А это чревато проблемами, поскольку некоторые инвесторы (например, страховые компании) используют казначейские облигации в качестве ключевого актива своего инвестиционного портфеля. Но, как видно из диаграммы, представленной на рисунке 4.1, опасения по поводу *сокращения* государственного долга оказались напрасными.

В удивительно короткий срок беспокойство по поводу профицита бюджета развеялось, и Америка вернулась к добрым старым дням бюджетного дефицита. За каких-то четыре года более чем 200-миллиардный профицит превратился в прогнозируемый дефицит, превышающий 500 млрд долл.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

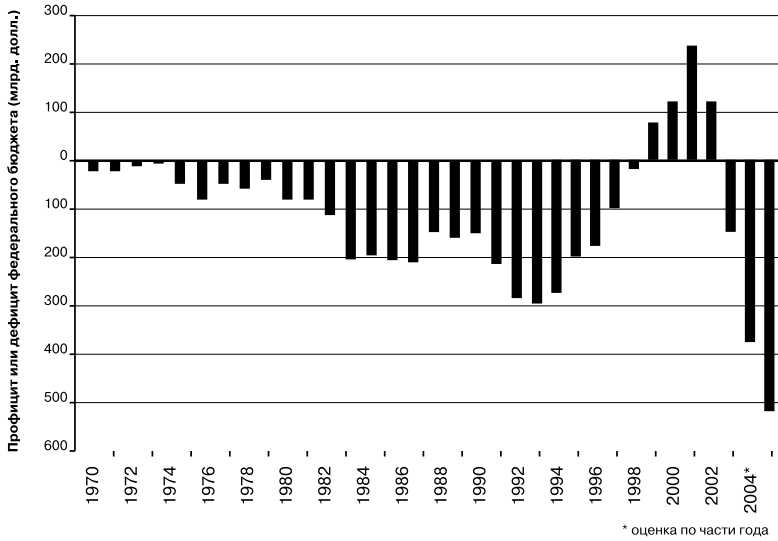


Рис. 4.1. Заемщик дядюшка Сэм  
Административно-бюджетное управление

### Столп №2. «Дешевые» деньги

После болезненного спада ажиотажа на фондовом рынке Федеральная резервная система, стремясь смягчить негативные последствия этого события для экономики, существенно понизила учетную ставку. Журналисты в своем большинстве уверены в том, что кредитно-денежная политика всегда выручит американскую экономику в трудные времена. Алана Гринспэна частенько величают вторым по влиянию лицом в США. Каждое заявление Федеральной резервной системы тщательно анализируют, выискивая в нем тончайшие нюансы грядущей кредитно-денежной политики.

### Столп №3. Потребительские расходы

Ежемесячно правительство обнародует данные о величине потребительских расходов в США. На Уолл-стрит восторженно

## Краткий обзор экономики США

приветствуют каждый отчет о том, что американцы продолжают тратить деньги, словно бутлегеры (контрабандисты. — *Примеч. ред.*) 1920-х годов, тогда как любые признаки бережливости потребителей вызывают негативную реакцию. Предполагается, что чем выше расходы американских потребителей, тем лучше для экономики.

Действительно ли благосостояние страны возрастет, если она будет тратить больше, чем зарабатывает, и регулярно включать денежный печатный станок?

Нет. Бюджетный дефицит способствует расточительству. Дешевые деньги порождают инфляцию, а не повышают благосостояние. Наконец, даже при очень малом объеме потребительских расходов (как, например, в Японии), норма личных сбережений американцев все равно останется практически равной нулю. Если бы расточительство и печатный станок были способны обеспечить рост экономики, то многие ныне стагнирующие страны оказались бы экономическими супердержавами. А семь лет, которые студент провел в колледже жирным, пьяным и тупым, были бы хорошим началом карьеры.

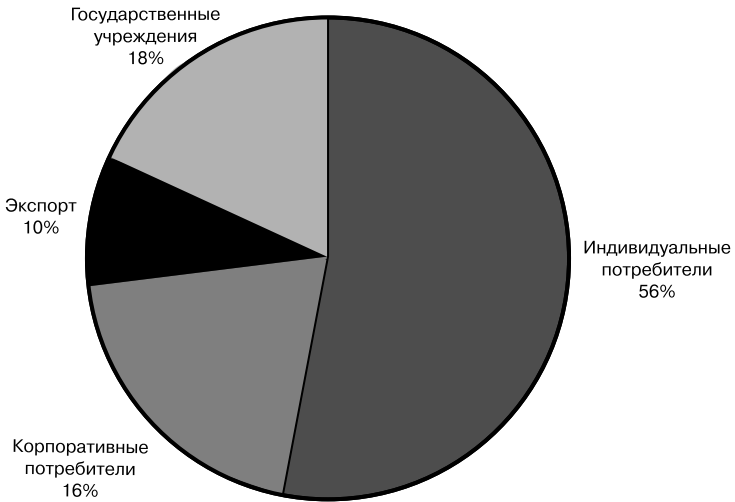
### **«Медвежий» аргумент №2. Финансовое похмелье**

Будучи аспирантом, я выступал за команду Гарварда по фрисби — «Гарвард Алтимит Фрисби». Один из наших соперников, колледж Уильямса, имел превосходную команду, но лишь до тех пор, пока однажды ее основные игроки одновременно не окончили колледж. В следующем году мы нанесли команде Уильямса сокрушительное поражение. Во время этой встречи обескураженные соперники взяли тайм-аут, чтобы сменить тактику игры. Один из них сказал: «Ничего, сейчас мы узнаем, как действовать против них», на что другой заметил: «И кто же из оставшихся в команде нас научит?» Ответ оказался неутешительным — никто.

Еще один аргумент в арсенале пессимистов относится к американским товарам: «Кто их станет покупать?» Ответ неутешительный — никто.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Прояснить последствия финансового похмелья поможет рис. 4.2, на котором показаны категории покупателей американских товаров. Диаграмма построена по фактическим данным о покупках товаров. К примеру, те деньги, которые правительство взимает на социальное обеспечение, практически сразу же возвращаются от правительства к населению. Поэтому налог на социальное обеспечение, собираемый правительством, учтен в категории «Индивидуальные потребители США». Но зато не учтены покупки американцами иностранных товаров.



**Рис. 4.2. Покупатели американских товаров**  
Данные министерства торговли США за 2004 год

Существуют четыре основные категории покупателей товаров и услуг, произведенных в США: 1) индивидуальные потребители, 2) корпоративные потребители, 3) зарубежные

потребители, (4) государственные учреждения. Далее мы проанализируем покупательную способность этих четырех групп и покажем, что ситуация большинства из них не способствует росту покупательской активности.

### **Индивидуальные американские потребители**

Расходы потребителей обусловлены как их доходами, так и общим уровнем благосостояния. Другими словами, тем, сколько мы зарабатываем и насколько мы состоятельны.

Вследствие спадов на финансовых рынках общий уровень благосостояния американцев в 2004 году был практически идентичен показателю 2000 года<sup>2</sup>. Но даже несмотря на отсутствие роста благосостояния, американские потребители продолжают тратить. К несчастью, рост доходов американцев также существенно замедлился. Средний годовой рост доли личных доходов, направляемых на потребление, упал с 4% в последнем пятилетнем периоде XX века до 2,7% с начала XXI века<sup>3</sup>.

Если американские потребители не становятся богаче, одновременно получая все меньший доход, то как можно надеяться, что их покупательская активность не снизится? Это возможно, но только за счет уменьшения нормы сбережений. На рисунке 4.3 представлен график динамики нормы сбережений индивидуальных американских потребителей.

С исторического уровня 10% норма личных сбережений опустилась практически до нуля. Хотя данный показатель еще имеет некоторый запас для снижения, я склонен считать, что на графике наметилась тенденция к смене направления. Рост нормы сбережений — это благоприятный признак в долгосрочной перспективе, но он также означает, что в ближайшие несколько лет американские потребители вряд ли станут катализатором экономического роста.

<sup>2</sup> Федеральная резервная система США, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

<sup>3</sup> Бюро экономического анализа, [www.bea.gov](http://www.bea.gov), табл. 2.1.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА



**Рис. 4.3. Американцы не склонны к накоплению**  
Министерство торговли США

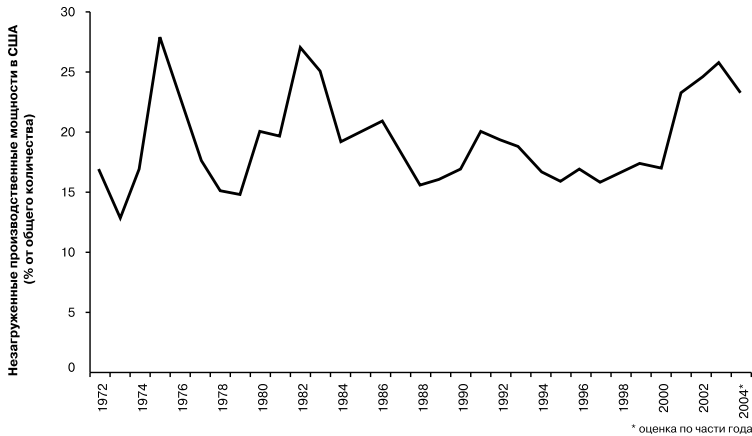
Соображение о том, что рост сбережений вредит экономике, известно как «парадокс бережливости». Накопление денег — это благоразумное и замечательное дело для каждого в отдельности, однако чем больше денег люди откладывают, тем меньше они тратят на покупки.

Резюмируем положение индивидуальных американских потребителей так: рост уровня их благосостояния, равно как и их доходов, замедлился. Рассчитывать на то, что американские потребители продолжают поддерживать экономику США, можно лишь при дальнейшем снижении нормы сбережений. Если же потребители вернуться к своему более традиционному бережливому поведению, это серьезно затормозит экономику.

*Вывод.* Маловероятно, что индивидуальные американские потребители выступят в роли главного источника экономического роста.

### Корпоративные американские потребители

А как обстоят дела с инвестициями в американскую экономику со стороны национальных компаний? Один из важных факторов, обуславливающих капитальные инвестиции с их стороны, — это объем имеющихся у них незагруженных производственных мощностей. Другими словами, производители, у которых часть производственной мощности не используется, скорее всего, не станут активно приобретать новое оборудование. На рисунке 4.4 показана динамика процентной доли незагруженных производственных мощностей американских компаний.



**Рис. 4.4. Избыток свободных производственных мощностей в США**  
Федеральная резервная система США

К 2004 году около четверти производственных мощностей американских производителей остаются незагруженными. Этот показатель стремительно вырос после спада ажиотажа на фондовом рынке. Компании располагают достаточным запасом производственных мощностей на многие предстоящие годы вероятного экономического роста, не испытывая при этом потребности в дополнительных капитальных инвестициях.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Два спада в экономике, произошедших в начале 1980-х и 1990-х годов, также отличались высоким процентом свободных производственных мощностей. На графике динамики нормы сбережений (см. рис. 4.3) видно, что оба спада остановились после того, как американские потребители в течение 1980-х и 1990-х годов резко сократили свои сбережения. Как только потребители стали больше покупать, незанятые мощности включились в работу.

Таким образом, капитальные инвестиции американских производителей всецело зависят от действий американских потребителей. Если последние увеличат свои расходы, производители последуют за ними. Однако если американские потребители не выступят в роли катализатора экономики, то рост капитальных расходов американских производителей маловероятен.

*Вывод.* Американские корпоративные потребители (т. е. компании-производители) способны поддержать экономический рост, однако вряд ли они будут его инициаторами.

### **Зарубежные потребители**

В разгар ажиотажа на фондовом рынке, который пришелся на середину 1990-х годов, в качестве распространенного оправдания нелепо высокого курса акций упоминалась интеграция Китая в мировую экономическую систему. Много говорили о том, что высокая цена акций компании *Cisco* закономерна, поскольку предполагался значительный объем продаж ее товаров на китайском рынке. В целом же инвесторы надеялись на широкомасштабный экспорт американских компаний, что устранил их зависимость от внутренних потребителей.

Хотя гипотеза об экспорте себя не оправдала, учитывая последующий обвал фондового рынка (так, акции *Cisco* потеряли 75% своей курсовой стоимости), доля американских товаров, поставляемых на зарубежные рынки, действительно велика и продолжает расти. Поскольку американские потребители,



## Краткий обзор экономики США

вероятно, будут и дальше экономить, а производственные мощности американских производителей стоят без дела, то, возможно, именно зарубежные потребители обеспечат рост экономики США.

К сожалению, страны с наиболее привлекательными рынками переживают сейчас не лучшие времена. Занимающие соответственно второе и третье места в мире экономики Японии и Германии все еще восстанавливаются после экономических кризисов. Экономика Германии почти не растет, а уровень безработицы в этой стране составляет около 10%<sup>4</sup>.

Состояние японской экономики не намного лучше. С конца 1980-х годов японский фондовый индекс опустился с 40 000 пунктов до немногим более 11 000 пунктов (по состоянию на июль 2004 года). Этот спад по своей продолжительности и глубине намного превосходит потрясения американского фондового рынка. Упадок фондового рынка Японии свидетельствует о слабости экономики этой страны. Он также стал причиной снижения уровня благосостояния японцев и оказывает негативное воздействие на мировую экономику.

Даже либерализация экономики Китая отрицательно сказалась на американских производителях, поскольку китайская рабочая сила гораздо дешевле американской. Экспорт дешевых китайских товаров пагубно влияет на экономику США.

*Вывод.* Экспорт является потенциальным источником экономического роста, однако, учитывая его незначительную роль в экономике США, обеспечиваемый им эффект может оказаться несущественным.

### Государственные учреждения

Наконец, еще одним основным потребителем американских товаров выступает правительство на федеральном и местном уровне, а также на уровне штата. Учитывая непростое

---

<sup>4</sup> Бюро трудовой статистики, [www.bls.gov](http://www.bls.gov), раздел «Зарубежная трудовая статистика».

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

положение американских потребителей, простаивающие производственные мощности и не лучшее состояние экономики зарубежных стран, по силам ли государственным расходам оживить экономику США?

Хотя в большинстве случаев говорят о федеральных государственных расходах, следует помнить, что госрасходы на уровне штата или муниципальном уровне не менее важны, чем федеральные.

В ходе предвыборной кампании кандидат на пост губернатора Калифорнии Арнольд Шварценеггер произнес свою известную фразу: «Общественности нет дела до статистических данных»<sup>5</sup>. Это заявление, вероятно, правильно описывает настроения избирателей, однако сами губернаторы должны относиться к статистическим данным чрезвычайно внимательно. Большинству органов государственной власти на местном уровне или уровне штата юридически предписывается поддерживать сбалансированный бюджет, т. е. они при наступлении неблагоприятных времен вынуждены урезать расходы.

По всей территории США правительства штатов и местные администрации сокращают услуги и увеличивают налоги. Пытаясь закрыть бюджетную дыру, власти Нью-Йорка повысили налог на собственность. Губернатор Грэй Дэвис вызвал неприятие многих жителей Калифорнии, втрое увеличив налог на регистрацию автомобиля. Подобная политика наблюдается по всей стране. Из всего этого следует, что власти на уровне штата и местном уровне скорее тормозят, чем стимулируют экономический рост.

А что же федеральное правительство? Как ранее упоминалось в этой главе, федеральные власти выступали основным катализатором экономического роста благодаря значительным расходам, заложенным в дефицитном бюджете. Способно

---

<sup>5</sup> Пресс-конференция Арнольда Шварценеггера, 20 августа 2003 г.

## Краткий обзор экономики США

ли федеральное правительство еще больше влезть в долги, создав тем самым предпосылки для большего экономического роста? Пожалуй. 500 млрд долл., как ни крути, — сумма немалая. Однако в масштабах всей экономики текущий уровень бюджетного дефицита гораздо ниже исторических пиковых значений<sup>6</sup>. Поэтому при необходимости федеральное правительство способно увеличить свои расходы.

Впрочем, существуют определенные риски, связанные с ростом федерального бюджетного дефицита. Самый очевидный — вероятность увеличения учетных ставок. Существенные дополнительные заимствования со стороны правительства способны спровоцировать рост учетных ставок, что в свою очередь вызовет рост процентных ставок по ипотечным кредитам и негативно скажется на рынке жилой недвижимости. Американский рынок жилья оставался активным во многом благодаря дешевым ипотечным кредитам. Если же ипотечные процентные ставки возрастут вследствие роста государственных заимствований, это отрицательно скажется на рынке жилья.

*Вывод.* Правительство США имеет потенциал наращивания государственных расходов за счет роста бюджетного дефицита и тем самым способно оживить экономику. Однако дополнительные государственные заимствования могут спровоцировать рост процентных ставок по ипотечным кредитам и нанести вред рынку жилой недвижимости.

США мучаются финансовым похмельем. Последствия излишеств 1990-х годов отрицательно сказываются на экономическом росте страны.

---

<sup>6</sup> Административно-бюджетное управление; Бюджетное управление Конгресса США. См. рис. 7.4 данной книги.

**«Бычий» аргумент №1.**

**Очки для экономически близоруких**

Первый аргумент в пользу благоприятной экономической ситуации: надо рассматривать рыночные тенденции в долгосрочной ретроспективе, а не в свете недавних событий. Если анализировать происходящее, обращая внимание лишь на последствия фондового ажиотажа, то общая картина покажется весьма мрачной. Но, как известно, все вокруг выглядит особенно угрюмым именно в предрассветный час. Не сложно повторять про себя эту поговорку снова и снова, однако сложно оставаться оптимистом в трудные времена. Характерным примером служит история одного из солдат генерала Джорджа Кастера в битве при Литтл-Биг-Хорне.

Во время сражения произошел один поучительный случай. Известно, что под Литтл-Биг-Хорном все солдаты генерала Кастера погибли. Но, как рассказывали впоследствии воины племени сиу, одному из кавалеристов представилась возможность избежать гибели. Верховом на лошади он уносился прочь с поля боя и уже достаточно оторвался от своих преследователей, так что его шансы выжить были высоки. Но именно в тот самый момент, когда кавалерист, казалось бы, ушел от погони, он вытащил свой пистолет и застрелился.

За последнее время экономика США пережила несколько серьезных потрясений. Но, возможно, сейчас страна находится на пороге экономического подъема и ей не следует унывать из-за того, что может оказаться всего лишь предрассветным мраком. Если взглянуть на статистические данные в более отдаленной перспективе, то большинство прогнозных экономических показателей выглядят вполне сносно. По состоянию на июль 2004 года американский фондовый рынок, если судить по индексу S&P 500, опустился на треть по сравнению со своим абсолютным историческим максимумом. С другой стороны, он набрал почти 1000% с момента рыночного минимума начала 1980-х годов.

## Краткий обзор экономики США

Подобная ситуация характерна практически для всех экономических показателей, которые на первый взгляд кажутся весьма мрачными. Процентные ставки выросли по сравнению со своими рекордно низкими значениями (причем однажды поднялись сразу на 50% за период чуть больше месяца), но при этом остаются у своих минимальных уровней за последние 50 лет. Инфляция настолько уменьшилась, что Федеральная резервная система изрядно попотела, решая, как бы ей остановить падение цен.

Пожалуй, худший аспект нынешней экономической ситуации — это растущая безработица. Данный показатель увеличился почти на 50%, и буквально миллионы людей потеряли свои рабочие места. Но даже в этой сфере более глубокий ретроспективный взгляд дает благоприятную картину. Ведь всего десять лет назад нынешний уровень безработицы (около 6%) считался вполне приемлемым<sup>7</sup>.

Что же касается огромного бюджетного дефицита, то, конечно же, последствия стремительного перехода к нему от существенного профицита не следует недооценивать. Но удивительно, что и в этой области не все выглядит столь угрожающе. Если государственный долг США сравнить с масштабами экономики, соотношение окажется существенно ниже аналогичного показателя 1993 года. Согласно данной методике нынешний федеральный долг составляет лишь половину от своего значения на конец Второй мировой войны<sup>8</sup>.

*Вывод.* Несмотря на болезненные события нескольких последних лет, отсутствуют бесспорные доказательства окончания длительного экономического подъема США.

---

<sup>7</sup> Бюро трудовой статистики, *www.bls.gov*.

<sup>8</sup> Административно-бюджетное управление; Бюджетное управление Конгресса США. См. рис. 7.3 данной книги.

**«Бычий» аргумент №2.**

**Винс Ломбарди знакомится с компьютером**

«Победа — это не просто все. Это единственное, что имеет значение».

Данное изречение ошибочно приписывают легендарному тренеру команды по американскому футболу «Грин Бэй Пэкерс» Винсу Ломбарди, который в действительности сказал: «Важна не победа, а стремление к ней». По странной исторической прихоти Ломбарди в основном памятен тем, чего он никогда не говорил. Однако другие его изречения по самым разным поводам великолепны, и многие из них как нельзя лучше подходят к инвестиционной деятельности. Вот одно из моих любимых: «Побеждать — это привычка. К несчастью, как и проигрывать».

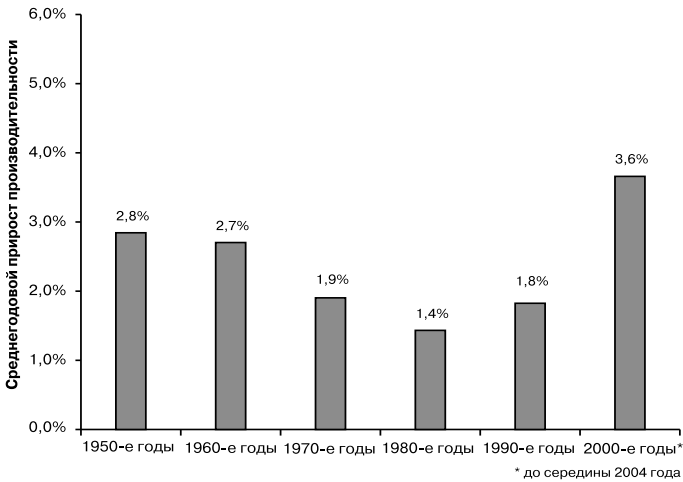
Для экономического роста производительность труда — это не просто все. Это единственное, что имеет значение. Хотя Винсу Ломбарди данное изречение, вероятно, тоже не принадлежит, оно — математический факт.

К богатству ведут два пути: работать напряженнее или работать разумнее. Очевидно, второй вариант предпочтительнее. Производительность отражает способность экономики к разумному труду. Таким образом, производительность служит залогом долгосрочного экономического роста.

Те, кто разделяют оптимистические взгляды в отношении американской экономики, найдут на диаграмме прироста производительности труда (рис. 4.5) весомый аргумент в поддержку своей позиции. Текущая декада характеризуется наивысшими темпами роста производительности среди всех десятилетий после Второй мировой войны.

Действительно ли сегодня производительность выше, чем в прошлом, и сохранится ли эта благоприятная тенденция? Вполне вероятно, что да. Некоторые экономисты проводят аналогию между двумя революциями — промышленной и информационно-технологической. Потребовалось

## Краткий обзор экономики США



**Рис. 4.5. Производительность труда в США растет очень быстро**

. Бюро трудовой статистики США (часовая производительность в несельскохозяйственных отраслях)

не одно десятилетие для того, чтобы люди научились эффективно использовать механическое оборудование, поэтому выгоды от промышленной революции проявились не сразу.

Возможно, мы стоим на пороге той эпохи, когда информационные технологии, понятые нами в достаточной мере, сделают нас богаче. Если так, то рост производительности труда не только продолжится, но и ускорится.

Но действительно ли недавний рост производительности так важен? Да, благодаря магии сложного процента. Мой любимый пример сложного процента принадлежит перу Чарльза Дарвина. Приведем цитату из третьей главы его книги «Происхождение видов»<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Darwin C. On the Origin of Species by Means of Natural Selection, or the Preservation of Favoured Races in the Struggle for Life. – London: *John Murray*, 1859. – Ch. 3.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

*Считается, что из всех известных животных наименьшая воспроизводительная способность у слона, и я старался вычислить вероятную минимальную скорость естественного возрастания его численности; он начинает плодиться, вероятнее всего, в 13-летнем возрасте и плодится до 90 лет, принося за это время не больше шести детенышей, а живет до 100 лет; если это так, то по истечении 740–750 лет от одной пары получилось бы около 19 миллионов живых слонов.*

Дарвин исчислял сложный процент. Если какая-то величина растет на немногим более чем 2,3% в год, то по прошествии 30 лет она удваивается. Магия сложного процента заключается в том, что даже при незначительных темпах роста и при достаточно продолжительном сроке суммарный прирост оказывается ошеломляющим. Признание неспособности мира прокормить такое количество слонов было важным шагом на пути интеллектуальных изысканий Дарвина.

Попробуем поймать на слове Кейнса, чтобы оценить различные темпы роста производительности труда. Какое же экономическое будущее ожидает наших внуков? Рассмотрим два возможных сценария прироста их благосостояния. В первом, быстрорастущем, примем темп роста производительности равным 3,62% в год — это средний годовой показатель для нынешнего десятилетия. Во втором, менее динамичном варианте, допустим рост производительности на уровне 1,72% в год — средний годовой показатель в 1970–1999 годы.

Сильно ли повлияет на образ жизни наших внуков то, какой из этих двух темпов роста производительности сохранится в ближайшие 40 лет? Проверим вашу интуицию. Итак, сколько часов в неделю предстоит трудиться вашим внукам для того, чтобы обеспечить себе уровень жизни, соответствующий сегодняшнему при 40-часовой рабочей неделе? Ниже представлены четыре варианта ответа.



## Краткий обзор экономики США

1. 29,3 часа в неделю.
2. 20,2 часа в неделю.
3. 15,9 часа в неделю.
4. 9,6 часа в неделю.

Выберите вариант ответа для каждого из сценариев роста производительности. Например, если бы вашим внукам повезло жить в мире по варианту ответа 2, то каждый рабочий час приносил бы им вдвое больше материальных благ, чем вам сегодня. Речь идет о вдвое большем количестве автомобилей, телевизоров, холодильников и отпусков в перерасчете на час трудовых усилий.

Прежде чем узнать правильные варианты ответа, сделаем небольшое отступление, чтобы понять: ежегодный рост производительности на уровне даже одного процента — замечательный и редкий.

Какой рост производительности у ближайших предков человека — шимпанзе? Этот вопрос может показаться несколько странным, однако ответить на него несложно. Возьмем современную особь шимпанзе и рассчитаем количество часов, которое ей необходимо потратить на добывание определенного объема пищи.

Рассчитаем рост производительности труда шимпанзе, сравнив рабочую нагрузку современной особи с аналогичным показателем, свойственным ее предкам, жившим тысячи или миллионы лет назад. Безусловно, в данном случае не понадобятся какие-либо исторические данные о производительности труда шимпанзе, поскольку ответ и так очевиден. Рост производительности шимпанзе (и всех других животных) равен нулю. Животные, даже те, существование которых отличает некоторая социальная организация, не демонстрируют никаких признаков прогресса от поколения к поколению.

По экономическим возможностям внуки современных шимпанзе нисколько не превзойдут своих ныне живущих

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

предков (вероятнее даже, что значительно отстанут из-за разрушения среды их обитания). Итак, вполне очевидно: рост производительности животных равен нулю. Менее очевидно, что рост производительности труда человека на протяжении большей части истории его существования был также практически равен нулю! В течение многих эпох человек совершенствовался в этой области ничуть не быстрее шимпанзе или тех же бактерий. Кейнс говорит об этом, отмечая в своей работе о будущем наших внуков следующее: «Отсутствие новых технических изобретений в период с доисторических времен и до относительно недавнего времени — вот поистине удивительный факт».

Археологические изыскания свидетельствуют, что наблюдение Кейнса справедливо для большинства эпох. На протяжении почти всего своего существования человечество, по сути, технологически не прогрессировало. Воистину поразительна наша нынешняя способность создавать больше материальных благ за единицу рабочего времени.

Вернемся к нашим внукам. Правильные ответы таковы: 20,2 рабочих часа в неделю при росте производительности на 1,72% в год и всего лишь 9,6 рабочих часа в неделю при ежегодном росте производительности на 3,62%. Если рост производительности в следующие 40 лет повторит темпы 1970–1999 годов, то нашим внукам будет достаточно трудиться вдвое меньше нашего, чтобы обеспечить себе аналогичный нашему материальный достаток. Соответственно, если производительность продолжит расти темпами последних нескольких лет, то нашим внукам придется трудиться вчетверо меньше, чем нам. Оправдайся последний вариант, и наши внуки смогут работать те самые 15 часов в неделю, о которых говорил Кейнс, и при этом быть гораздо богаче нас. Заметьте, что рост производительности обещает не только больше телевизоров, но и лучшее медицинское обслуживание и образование.

В том что касается экономического благосостояния, даже незначительный рост производительности труда оборачивается

## Краткий обзор экономики США

существенным улучшением нашей жизни, жизни наших детей и внуков. Когда речь идет об экономическом благосостоянии, производительность — это единственное, что имеет значение. Таким образом, наше экономическое благосостояние практически полностью зависит от темпов роста производительности.

Безусловно, имеется множество существенных оговорок в отношении роли производительности, но они выходят за рамки данной книги. Во-первых, рост благосостояния не будет иметь особого значения в мире с загубленной природной средой обитания. Во-вторых, распределение общественного богатства важнее, чем его повышение. И наконец, самое главное — отсутствуют убедительные доказательства того, что возросшее благосостояние делает людей счастливее. Исследования, проводившиеся в разных странах, показали: хотя люди и верят в то, что деньги принесут им счастье, на самом деле рост достатка этого не гарантирует<sup>10</sup>. Все эти вопросы важны, однако не имеют непосредственного отношения к задаче данной книги, которая состоит в том, чтобы помочь инвестору добывать деньги.

*Заключение.* Если стремительный рост производительности в последние несколько лет служит признаком грядущих благодатных времен, то американцы вскоре станут гораздо богаче, а их огромные долги не обернутся для них острой проблемой.

### Америка — талантливый попрошайка

Эта глава началась вопросом о том, какой путь выберут США: подобный мечтам Кейнса о будущем, которое благодаря информационным технологиям наполнено содержательным досугом, или же болезненный, на котором оказалась Япония после того, как лопнул экономический пузырь?

---

<sup>10</sup> Diener E. Cross-Cultural Correlates of Life Satisfaction and Self-esteem // *Journal of Personality and Social Psychology*. — 1995. — 68. — no. 4. — P. 653–664. Diener E., Sandvik E., et al. The Relationship Between Income and Subjective Well-being: Relative or Absolute? // *Social Indicators Research*. — 1993. — 28. — no. 3. — P. 195–224.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Правы те, кто полагают, что мы живем в злосчастные времена, поскольку США страдают от финансового похмелья после утихшего ажиотажа фондового рынка. Последствия излишеств 1990-х годов хорошо заметны по неустойчивым потребительским финансам, незанятым производственным мощностям и огромному бюджетному дефициту. Однако правы и те, кто верят, что нынешнее время прекрасно, отмечая исключительную важность стремительного роста производительности труда.

Таким образом, производительность имеет первостепенное значение. Если Соединенные Штаты и ожидает безоблачное финансовое будущее, то этим они обязаны информационным технологиям и росту производительности. В связи с этим даем инвесторам простой совет: отслеживайте статистические показатели, касающиеся динамики производительности труда. Если в ближайшие годы рост производительности сохранится на уровне выше 3%, то США, подобно моему товарищу по команде бегунов Стиву, сумеют одолеть похмелье своим врожденным талантом. Однако если рост производительности существенно замедлится, то отходить от излишеств 1990-х годов Америка будет гораздо мучительнее.

# ИНФЛЯЦИЯ

## Цены растут, доллар усыхает

# 5

### Инфляционный монстр возвращается?

**В** 1920-е годы, когда в Германии бушевала гиперинфляция, банкноты имели столь низкую покупательную способность, что люди носили их не в бумажниках, а буквально в мешках. О том, насколько обесценились деньги, можно судить по такой забавной истории: один человек на минуту оставил на улице без присмотра тележку, полную денег; когда он вернулся, то обнаружил, что воры украли... тележку, вывалив на тротуар никому не нужные банкноты. История действительно забавная, но людям, жившим в ту пору, было не до смеха. Миллионы семей потеряли все свои многолетние сбережения.

Свой первый опыт инвестирования я получил в инфляционные 1970-е. В те дни инфляция для нас была каким-то таинственным монстром, терзающим США и глобальные экономики. Я тогда учился в колледже, и мы с друзьями каждый вечер после ужина собирались в студенческой учебной комнате и смотрели по телевизору классическое комедийное шоу Мела Брукса «Get Smart» («Прояви находчивость»). Правда, иногда приходилось довольствоваться вечерними новостями: поскольку телевизор был всего один, канал мы выбирали демократическим путем,

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

и иногда в большинстве оказывались студенты, которые хотели учиться, а не смеяться.

Инфляция 1970-х годов придавала новостям мрачную окраску. Каждый месяц правительство обнародовало новый, более высокий уровень инфляции. Мы сидели, слушали и переживали, что нам не хватит денег на развлечения. И выхода, казалось, не было: даже президентам не по силам победить инфляционного монстра. В 1974 году президент Джеральд Форд изготовил миллионы значков с надписью *WIN*, призывая американское общество «разгромить инфляцию»<sup>1</sup> (хотя не уточнял, как именно это сделать). Вполне закономерно, что в трудные экономические времена президент Форд проиграл на выборах 1976 года Джимми Картеру. Но инфляционный монстр хотел еще крови, и Картер в свою очередь проиграл в 1980-м Рональду Рейгану. Как говорили некоторые наблюдатели, он пал жертвой предпринятой Федеральной резервной системой (ФРС) кампании по обузданию инфляции.

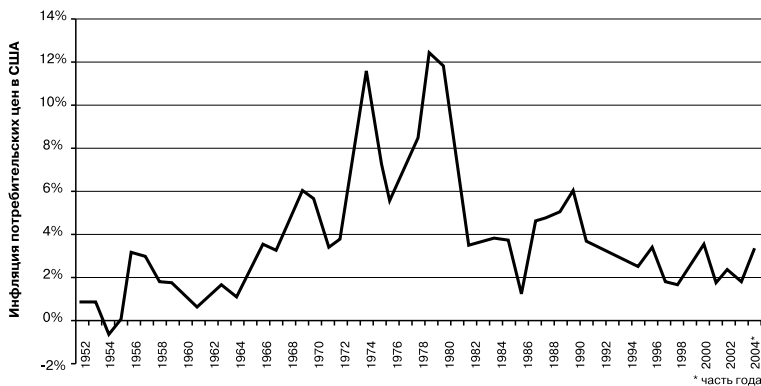
К началу 1980-х годов США все-таки решили эту задачу, и на протяжении последних двух десятилетий страна жила при низкой инфляции (рис. 5.1). Казалось бы, сегодня инфляционные проблемы интересны только жителям Латинской Америки да еще американцам с долгой памятью. Но недавние события опять заставили вспомнить о монстре из прошлого. Цены на золото резко выросли, а стоимость доллара, напротив, существенно упала. Это классические признаки нарастания инфляции. Каковы ее перспективы, и какие финансовые инвестиции окажутся в новых условиях самыми прибыльными?

Как в большинстве областей, связанных с деньгами, глубже всех понял инфляцию профессор Милтон Фридман, лауреат Нобелевской премии 1976 года по экономике. Он является

---

<sup>1</sup> Игра слов: *WIN* («Победим») составлено из первых букв фразы *Whip Inflation Now* («Разгромим инфляцию»).

## Инфляция



**Рис. 5.1. В течение многих лет США жили при низкой инфляции**  
\* часть года  
. Бюро трудовой статистики

лидером школы монетаризма, которая рассматривает финансовый мир с точки зрения создания денег и их изъятия из экономики.

В своей основополагающей книге «Монетарная история США 1867–1960 годов» профессора Фридман Милтон и Анна Шварц говорят: «Деньги — удивительно интересный объект для изучения, поскольку они полны тайн и парадоксов. Листок зеленоватой бумаги с напечатанными на нем символами лишь немного отличается от такого же листка бумаги, вырезанного из газеты или журнала. Однако первый позволяет его обладателю приобрести себе некоторое количество пищи, питья, одежды и других жизненных благ. Второй же годится только для разведения огня. Где же кроется различие между ними?»<sup>2</sup>

Чтобы понять инфляцию, нужно, предлагает профессор Фридман, частично снять с этого понятия покров монетарной тайны. Итак, наше исследование инфляции мы начнем

<sup>2</sup> Friedman M., Schwartz A.J. A Monetary History of the United States: 1867-1960 // Cambridge: *National Bureau of Economic Research*, 1963. — P. 695.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

с анализа причины, по которой мы используем деньги в их нынешней форме. Представим себе некий современный рынок, участники которого вообще обходятся без денег.

### **Создание денег: эта почка не продается!**

Хирургическая операция по пересадке почки может спасти жизнь многим людям. Иногда для трансплантации берут орган из тела недавно умершего человека, но нередко донорами становятся живые. Природа наделила нас двумя почками, хотя организм вполне обошелся бы и одной.

Мой коллега по Гарвардской школе бизнеса профессор Эл Рот участвовал в программе совершенствования системы трансплантации почек. На первый взгляд ситуация кажется довольно простой и не требующей привлечения экономических инструментов. Люди, нуждающиеся в пересадке, ищут родственника или друга, который согласен протянуть руку (точнее, почку) помощи. Те же, кто не находят донора, становятся в очередь и ждут, когда появится орган от умершего человека. Так почему же профессор Рот, экономист, оказался причастен к этому, казалось бы, чисто медицинскому процессу?

Дело в том, что определенные особенности рынка донорских почек порождают специфические проблемы, решить которые невозможно без участия экономистов. Так, доноры и реципиенты почек должны подходить друг другу по ряду физиологических факторов. Даже если супруг или супруга согласны отдать пациенту свой орган, трансплантация не всегда возможна из-за несовместимости тканей. Биологический барьер встанет на пути желания спасти жизнь любимому человеку.

Потенциальным выходом для пар, страдающих от такой несовместимости, будет найти другую пару в аналогичном положении. В простейшем случае эти две пары просто взаимно обмениваются почками. Например, миссис Смит хотела бы пожертвовать свою почку мужу, мистеру Смицу, но супруги биологически несовместимы. В то же время мистер Джоунс



## Инфляция

готовов отдать собственную почку своей жене, миссис Джоунс, однако по той же причине это невозможно. Выход очевиден: миссис Смит становится донором для миссис Джоунс, а мистер Джоунс — для мистера Смита. При условии, конечно, что эти пары донор–реципиент биологически совместимы.

Такого рода проблемы согласования хорошо изучены в экономике, а мой коллега Эл Рот даже специализируется на них. В прошлом он участвовал в реформировании системы подбора специалистов на вакансии в клиниках при медицинских учебных заведениях<sup>3</sup>. Система трансплантации почек, кажущаяся сначала чисто медицинской, тоже нуждается в экономистах, которые решают проблемы согласования.

Взаимный обмен почками легален и уже приобретает популярность. Приведем выдержку из статьи об одном таком случае, опубликованную в *The Reporter*, Vanderbilt University Medical Center, November 21, 2003.

*Жизнь двух семей с запада штата Теннесси навсегда изменил великодушный акт донорства органов, хотя произошло это не так, как первоначально планировалось. 53-летняя Кэй Моррис должна была получить почку от своей дочери Мелиссы Флойд, а Том Дункан — от своей подруги и соседки Патрисии Демпси. Однако выяснилось, что члены каждой пары биологически несовместимы. Проблему решила доктор Дебби Кроу, иммунолог из Нэшвилла, которая предложила парам осуществить взаимный перекрестный обмен. Обе трансплантации закончились успехом.*

Мелисса пожертвовала свою почку Тому, мужчине, с которым прежде не была знакома, а подруга Тома, Патрисия, стала

---

<sup>3</sup> Roth A.E., Xing X., Turnaround Time and Bottlenecks in Market Clearing: Decentralized Matching in the Market for Clinical Psychologists// *Journal of Political Economy*. — 1997. — 105. — P. 284–329.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

донором для матери Мелиссы. Взаимный обмен спас сразу две пары. Фантастика.

Однако подобные договоренности связаны с рядом трудностей. Во-первых, иногда для преодоления биологической несовместимости приходится привлекать к «делке» более двух пар. Например, Джонс Хопкинс недавно выполнил, говоря шахматным языком, «трехходовую комбинацию». Чем больше пар участвует в перекрестной трансплантации, тем сложнее подобрать каждому реципиенту своего донора, особенно потому, что оба на время операции должны находиться в одной больнице. Во-вторых, хирурги руководствуются правилом, что все трансплантации должны выполняться одновременно. В случае западного Теннесси нужно было выполнять сразу четыре операции (два донора, два реципиента), а в «трехходовой комбинации» Джонса Хопкинса шесть бригад трансплантологов одновременно работали над шестью пациентами — тремя донорами и тремя реципиентами.

Почему требуется одновременный обмен органами? Просто хирурги опасаются, что если операции проводить в разные дни, то кто-нибудь из доноров передумает. Например, мистер Джоунс, узнав, что его жена миссис Джоунс уже получила новую почку, может отказаться отдавать свою соответствующему реципиенту. Очевидно, что невозможно заставить человека стать донором против его воли.

Чтобы исключить возможность нарушения договоренностей, хирурги требуют проводить все трансплантации одновременно. Но из-за этого операции значительно усложняются, поскольку каждая требует участия большого количества медицинских работников. Не так просто организовать одновременную работу четырех или больше хирургических бригад.

Из-за требования одновременности некоторые взаимные обмены вообще не удаются. Например, у кого-то из доноров до следующего года не будет времени на операцию. Вот если бы

## Инфляция

найти какой-нибудь способ сохранить стоимость на длительное время, некоторые обмены стали бы возможны. Допустим, донор отдает свою почку неизвестному ему реципиенту, а за это получает гарантию, что близкий ему человек получит почку, когда найдется подходящий донор. Очевидно, такие обмены с задержкой во времени невозможны, если действует требование одновременности.

Используя свои знания темы согласования, профессор Эл Рот старается улучшить качество и количество взаимных обменов органами между парами. Его главная проблема — злополучное требование одновременности.

А теперь представим, на что стал бы похож наш мир, если бы требовалось все экономические транзакции выполнять одновременно. Чтобы просто заправить бак автомобиля бензином, нужно было бы тут же предоставить владельцу автозаправочной станции необходимые ему товары или услуги. Пожалуй, сильнее всего пострадала бы пенсионная система. Ведь на склоне лет большинство людей проживают богатство, накопленное до выхода на пенсию. Если бы обмен материальными благами всегда происходил только одновременно, понятие «жить на пенсию» вообще утратило бы смысл.

Каким бы удивительным ни казался нам такой мир одновременных обменов, он не мифический. Речь идет о бартерной экономике. До изобретения денег все человеческие общества использовали бартер. Еще не так давно некоторые неиндустриальные страны обходились без денег. Как иллюстрирует пример с почками, бартер серьезно тормозит экономическую активность. Поэтому бартерная экономика менее продуктивна, чем основанная на деньгах. В первой почти невозможно накопить богатство для будущего использования, например на пенсии.

**Формы денег: рис, сыр, камни, золото, бумага**

Деньги — действительно удивительное изобретение, своего рода смазка для экономических обменов. Как пишет Милтон Фридман деньги в их нынешней бумажной форме — почти магическая субстанция. За деньги, эти непрочные листки бумаги, человек получает настоящие товары и услуги, такие как пища, питье, транспорт, жилье. Более того, деньги позволяют накопить богатство, чтобы после выхода на пенсию жить долгие годы не работая.

О власти денег я вспоминаю каждый раз, когда попадаю в какие-нибудь экзотические места. Не успеешь выйти из суматошного и часто пыльного аэропорта, как тебя окружают местные жители, жаждущие за листок бумаги помочь тебе. Они знают, что другие люди в обмен на эти бумажки дадут им ценные товары и услуги. Обе транзакции стали возможны благодаря волшебной силе денег.

С другой стороны, деньги порождают проблемы, которых лишен бартер. Вспомним: благодаря одновременности трансплантаций все участвующие в обмене пары уверены в том, что их любимый человек не останется без необходимой ему почки. Когда же в игру вступают деньги, одна сторона отдает нечто осязаемое в обмен на всего лишь обещание будущей стоимости. Тот, кто сегодня продает гамбургер за один доллар, который он потратит в следующий вторник (или через десять лет после следующего вторника), рискует обнаружить, что его доллар за прошедшее время потерял часть своей стоимости.

Частично риск, связанный с деньгами, заключается в их несколько эфемерной природе. Современные бумажные деньги имеют стоимость лишь потому, что все люди считают их имеющими стоимость. Вот что пишет профессор Фридман: «Почему частные лица в своих частных сделках принимают доллары в обмен на товары и услуги? Короткий ответ — и правильный — звучит так: все принимают доллары, поскольку уверены, что их у них примут и другие люди. Листки бумаги

## Инфляция

имеют стоимость благодаря вере людей в наличие стоимости у этих листков»<sup>4</sup>.

В отличие от долларовых банкнот, некоторые ранние формы денег имели и внутреннюю ценность. В разных культурах в ходу были рис и другие злаки<sup>5</sup>. Получатель рисовых денег знал, что даже если все откажутся принимать их к оплате, они не пропадут, ведь их можно просто съесть. По таким же соображениям в некоторых североевропейских культурах использовали для денежного обращения сыр<sup>6</sup>.

Хотя рис и сыр решают проблему будущей оплаты, у них есть свои недостатки. Они объемные и тяжелые, их трудно хранить, со временем они портятся. Только представьте себе, что на вашем пенсионном счете средства накапливались бы в виде риса; или, решив купить новую машину, вы потащили бы в магазин гигантский мешок сыра. Преодолеть недостатки этих «продуктовых» валют позволяют другие формы денег.

На протяжении столетий люди шли на убийства и даже рисковали собственной жизнью ради золота. Если не вдаваться в подробности, это кажется нелепым, поскольку у золота как металла очень мало сфер применения (в частности, его нельзя съесть!). Однако золото ценно не тем, что с ним можно сделать, а отсутствием недостатков, присущих «товарным» валютам, таким как рис и сыр.

Зададимся вопросом: какими характеристиками должны обладать идеальные деньги? Их подлинность легко проверить, их невозможно подделать, они компактны и удобны для переноски, не подвержены порче. Поскольку золото отвечает многим этим требованиям, оно на протяжении всей монетарной

---

<sup>4</sup> Friedman M., Schwartz A.J. A Monetary History of the United States: 1867–1960 // Cambridge: *National Bureau of Economic Research*, 1963. – p. 696.

<sup>5</sup> Quiggin A. A Survey of Primitive Money: The Beginning of Currency. – London: *Methuen*, 1907. – P. 250.

<sup>6</sup> Einzig, P. Primitive Money in Its Ethnological, Historical, and Economic Aspects, 2<sup>nd</sup> ed. – New York: *Pergamon Press*, 1966. – P. 310.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

истории человечества было важной валютой. Оно достаточно редко встречается в природе, чтобы его небольшое количество имело высокую стоимость, поэтому золото удобно для переноски. Поддельные золотые изделия относительно легко выявить, а при длительном хранении золото не портится. Этот простой на вид набор характеристик объясняет, почему золото спускает на воду (а также топит) армады, разрушает дружбу, заполняет мечты.

Но, несмотря на все эти преимущества, золото и другие природные формы денег все же имеют и свои недостатки. Жители тихоокеанского острова Яп обнаружили это на собственном опыте<sup>7</sup>. Это старая история, ставшая известной после того, как профессор Грегори Мэнкью включил ее в свой учебник-бестселлер, названный просто «Макроэкономика»<sup>8</sup>. (Одно время профессор Мэнкью преподавал на экономическом факультете в Гарварде, а ныне возглавляет Совет экономических консультантов при президента Буше.)

Жители острова Яп используют деньги под названием «фей», которые представляют собой большие каменные колеса в форме монет; диаметр этих колес достигает 3,5 метра. Фей имеют многие характеристики оптимальных денег. Их трудно подделать и они не портятся. Правда, их трудно переносить, но это и не нужно: островитяне складировать фей в своеобразных банках и довольно редко перемещают свои деньги. Моне-ты переходят в собственность другого человека даже без физического перемещения. Поскольку общество достаточно мало, все знают, кому принадлежит каждый фей, поэтому, кстати, эти деньги нет смысла красть.

Много лет назад во время шторма один фей смыло в океан. Перед жителями острова Яп встал вопрос, как поступить

---

<sup>7</sup> Angell N. *The Story of Money*. — Garden City, NY: *Garden City Publishing Company*, 1929. — P. 88–89.

<sup>8</sup> Mankiw N.G. *Macroeconomics*, 5th ed. — New York: *Worth Publishers*, 2003. — P. 79.

## Инфляция

в данной ситуации. Если смириться с потерей, то пострадает и этот человек, и все общество. Как показал профессор Фридман, количество денег влияет на экономическую активность, т. е. уменьшение количества денег наносит вред всей экономике. Поэтому островитяне решили считать, будто пропавший фей по-прежнему принадлежит тому человеку и находится на острове. Они постоянно отслеживали, к кому переходит виртуальный фей, и даже спустя много лет использовали его при сделках.

История каменных денег на острове Яп иллюстрирует проблему всех осязаемых валют. Правительство выпускает из своих рук исключительное право создавать такие деньги. Так, в случае с островом Яп, всему обществу пришлось бы обходиться меньшим количеством денег, если бы островитяне объявили смытый в океан фей потерянным. Что касается золота, то его количество определяется не правительством, а технологией разведки и добычи этого драгоценного металла.

Как мы увидим ниже, правительственный контроль над деньгами часто становится источником монетарных проблем. Несмотря на это, найдется не много лидеров, которые согласятся, чтобы их экономика зависела от подъемов и спадов золотодобычи. Золотой стандарт действовал в Соединенных Штатах с 1944 года, когда приняли Бреттон-Вудское соглашение, по 1971-й. Однако президент Ричард Никсон, чтобы стимулировать экономический рост (задача, которую трудно было решить, пока действовали Бреттон-Вудские правила), упразднил привязку доллара к золоту. Сегодня примеру США последовали все крупные страны, так что деньги уже не привязаны ни к чему осязаемому. Мы живем в эру так называемых «декретных», или «бумажных», денег, потому что наши банкноты не обеспечены золотом, а правительство своими декретами регулирует их количество.

Если принять необходимые меры против фальшивомонетчиков, то бумажные деньги в высокой степени отвечают идеалу.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Их стоимость известна, они мало весят, их легко хранить. И, в отличие от золота, поступление бумажных денег контролируется правительством; оно регулирует их приток в зависимости от потребностей экономики.

### **Деньги обесцениваются: проблема инфляции**

Экономику часто характеризуют такой сжатой формулировкой: «спрос и предложение». Если речь идет о деньгах, то колебания предложения имеют выраженные последствия. В начале XX века в этом убедились горные жители Папуа — Новой Гвинеи.

Прибрежные районы этого большого острова к северу от Австралии заселены людьми, которые на протяжении столетий поддерживали отношения со своими соседями из других стран. На небольшом расстоянии от береговой линии ландшафт острова резко меняется: там расположено высокое и гористое плато, из-за суровых условий непригодное, как считалось ранее, для жизни человека.

Однако в начале XX века группа австралийцев решила в поисках золота исследовать высокогорье. История их экспедиции имеет несколько удивительных аспектов. Во-первых, высокогорье оказалось далеко не безлюдным; там жили примерно миллион человек, на протяжении столетий почти полностью изолированных от других культур. Во-вторых, австралийцы взяли с собой кинокамеру и сняли первый контакт с неиндустриальным народом. Это, пожалуй, единственная съемка такого рода в истории. Сегодня некоторые из тех оригинальных кадров можно увидеть в научном фильме, удачно названном «Первый контакт». В-третьих, что имеет прямое отношение к теме нашей книги, у горцев в большой цене были морские раковины<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Connolly B., Anderson R. *First Contact. New Guinea's Highlanders Encounter the Outside World.* — New York, *Viking Penguin*, 1987.



## Инфляция

Кому придет в голову использовать в качестве денег ракушки? Для большинства культур это нелепая идея, поскольку никто не отдаст в обмен на ракушки ничего ценного. Однако для горцев Папуа — Новой Гвинеи морские раковины означали то же, что золото в античной Греции. Поскольку жили эти люди почти в полной изоляции от моря, ракушки были для них достаточно редкой вещью, чтобы малое их количество обладало высокой стоимостью. Подделку обнаружить легко, от времени ракушки не портятся. Как видим, присутствуют все те же характеристики, за которые весь остальной мир так высоко ценит золото.

Пока горцы были изолированы от морского берега, ракушечные деньги имели смысл. Австралийским золотоискателям не потребовалось много времени, чтобы увидеть в ситуации возможность для наживы. Они таки обнаружили здесь золото, однако его было сложно добывать. Австралийцы не стали сами напрягаться, а нашли циничный выход: самолетами доставляли наверх ракушки и расплачивались ими с горцами, которые и работали на золотых приисках. Через некоторое время ракушек стало так много, что они значительно потеряли в стоимости.

Безусловно, австралийцы бессовестно эксплуатировали наивных горцев Папуа — Новой Гвинеи, но последние и сами не хотели получать плату бумажными деньгами. За ракушки горцы могли купить в своей общине все, что им нужно, тогда как банкноты были совершенно бесполезны. Однако ситуация изменилась, когда австралийцы открыли магазины, в которых продавали за бумажные деньги кухонную посуду, топоры, лопаты. И не только: один из первых австралийских золотоискателей, Дэн Лихи, тоже открыл магазин и заполнил его разнообразными товарами. Угадайте, какой товар пользовался максимальной популярностью? Большие раковины «кина», традиционный атрибут ритуала ухаживания местных кавалеров.

Горцы Папуа — Новой Гвинеи обменивали свой тяжелый труд на деньги. Но в результате такой сделки рабочие пострадали,

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

потому что оплату получали в виде морских раковин, которые обесценились из-за быстрого роста их количества. Когда горцы соглашались получать за свою работу ракушки, они рассчитывали на их определенную, привычную стоимость. Их расчеты не оправдались, и все из-за избытка ракушек.

Несмотря на это, жители высокогорья еще много лет продолжали использовать ракушки в качестве платежного средства. Вам кажется это глупым? В таком случае, представьте, что некие инопланетяне привезли на Землю неограниченное количество золота. Вряд ли мы, земляне, сразу же отказались бы от нашей многовековой любви к этому металлу и согласились использовать бумажные деньги космических пришельцев.

Инфляция — это потеря покупательной способности денег. До прибытия австралийцев на Папуа — Новую Гвинею одна красивая раковина имела значительную стоимость: иногда ее было достаточно, чтобы заплатить выкуп за невесту. Но как только раковины стали обычным предметом, их стоимость резко упала. Так папуасы пережили суровый период инфляции. Те из них, кто накопили большой запас ракушек, с горечью наблюдали, как это богатство, физически оставаясь нетронутым, обесценивается.

С такой же проблемой столкнулись в 1920-х годах жители Веймара в Германии<sup>10</sup>. Люди, получавшие банкноты за свой труд или за проданные товары, вскоре поняли, что их бумажные деньги не имеют никакой стоимости. Инфляция в Германии достигла невероятных размеров. В 1920 году за отправку письма надо было заплатить без малого одну марку (денежная единица Германии). А к 1923 году та же услуга стоила уже 50 миллиардов марок! В этот период цены удваивались в течение одного дня.

В продолжение таких историй Джон Мейнард Кейнс остроумно заметил, что во время инфляции лучше ездить на такси,

---

<sup>10</sup> Ringer F. The German Inflation of 1923. — London: *Oxford University Press*, 1969.

## Инфляция

тогда как в стабильное время стоит предпочесть автобус. Логика здесь такова: наняв такси, вы платите в конце поездки, а в автобусе расплачиваетесь уже при посадке. Во время гиперинфляции чем позже вы платите, тем меньшую реальную экономическую стоимость имеют отданные вами деньги. В инфляционные 1970-е годы отец моего друга Джея учил его всегда отсрочивать платежи, для чего пользоваться кредитными карточками.

Моя бабушка, пережившая немецкую гиперинфляцию, рассказывала мне о тех временах. Как только какой-нибудь член семьи получал заработную плату, бабушка мчалась в магазин и на все деньги закупала продукты и товары, пока цены не выросли. Даже ее скромное учительское жалование представляло собой внушительные пачки банкнот, и этих пачек было так много, что, отправляясь за покупками, бабушка везла деньги... в детской коляске.

Магазины были физически не в состоянии так быстро менять цены на свои товары, чтобы поспевать за темпом инфляции. Поэтому некоторые торговцы внедрили систему коэффициентов умножения<sup>11</sup>. Например, в бакалейном магазине на ценнике банки супа было написано 10 000. Но чтобы узнать, сколько стоит банка на самом деле, нужно было эту цифру умножить на коэффициент, указанный на витрине магазина. Так, при коэффициенте 3 суп стоил 30 тысяч. Благодаря такой системе магазин менял все цены одновременно и мгновенно, только поменяв коэффициент умножения. Например, переход от трех к четырем означал рост цен на 33%. Бабушка рассказывала, как она, стоя в очереди, боялась, чтобы коэффициент не поменяли еще до того, как она успеет заплатить.

Гиперинфляция имела для сбережений немцев катастрофические последствия. Представим себе человека, который всю

---

<sup>11</sup> Bopp K. Hjalmar Schacht: Central Banker // *The University of Missouri Studies*. — 1939. — xiv. — no. 1. — P. 13.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

жизнь работал и накопил определенную сумму. Скажем, 20 млн марок. В 1920 году это было целое состояние, которое позволяло вести обеспеченную, праздную жизнь. Но всего через три года цена обычной почтовой марки намного превышала эту сумму. Те немцы, которые хранили сбережения в национальной валюте, марке, полностью их потеряли.

Как известно, если в одном месте убывает, то в другом прибывает. Тогда как одни немцы в результате гиперинфляции обнищали, другие стали намного богаче. Ведь она уничтожает не только сбережения, но и все долги. В Библии сказано о «юбилейных» годах, когда были прощены все долги: «И воструби трубою в седьмой месяц, в десятый [день] месяца, в день очищения вострубите трубою по всей земле вашей; и освятите пятидесятый год и объявите свободу на земле всем жителям ее: да будет это у вас юбилей; и возвратитесь каждый во владение свое, и каждый возвратитесь в свое племя» (Третья Книга Моисеева. Левит (XXV, 8-55)). В юбилейный год будут прощены все долги.

Гиперинфляция — это, по сути, и есть юбилей. Например, за тот период в истории Германии общая стоимость всех немецких закладных в пересчете на валюту США упала с 10 млрд до... менее одного цента!<sup>12</sup> Люди наконец-то расплатились со своими долгами, а их кредиторы получили полные тележки не имеющих почти никакой стоимости марок. Итак, один из важных эффектов инфляции — удар по тем, кто копит, но зато помощь живущим в долг (о том, как с пользой для себя использовать этот эффект, мы расскажем ниже). В зависимости от того, с какой позиции — должников или кредиторов — взглянуть на инфляцию, она будет соответственно благом или злом.

Если ликвидация долгов имеет и темную, и светлую стороны, то второй эффект высокой инфляции окрашен исключительно

---

<sup>12</sup> Bresciani-Turroni C. The Economics of Inflation; A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany. — New York: A.M. Kelley, 1968.

## Инфляция

в мрачные тона. Из-за неопределенной стоимости денежной единицы многие люди просто отказываются ее принимать в качестве оплаты. Экономика возвращается к бартеру со всеми сопутствующими ему недостатками одновременного обмена.

Экономика, подобная существовавшей в Германии 1920-х годов, проходит полный цикл. До создания денег все обмены осуществляются посредством бартера. Затем на смену бартеру приходят товарные деньги в форме золота, а его, в свою очередь, заменяют бумажные деньги. Если последние теряют стоимость из-за высокой инфляции, экономика возвращается к бартеру с присущими ему недостатками. Круг замкнулся.

### **Маша, три медведя и инфляция «в самый раз»**

Однажды Маша заблудилась в лесу и набрела на избушку трех медведей. На кухне голодная девочка увидела три чашки с овсяной кашей. Она попробовала кашу из первой чашки. «Слишком горячая!» — воскликнула Маша. Потом, попробовав из второй чашки, сказала: «Слишком холодная». Дошла очередь и до третьей чашки. «Ах, эта каша — в самый раз», — довольно сказала Маша и съела всю овсянку.

Маше понравилась каша не слишком горячая и не слишком холодная. Точно так же экономисты считают, что оптимальный уровень инфляции должен быть не слишком высоким и не слишком низким. Высокая инфляция сопряжена с явными проблемами, но не лишена их и ситуация, когда цены падают. Во время недавней поездки в Токио я и моя жена Барбара обсуждали с одной нашей подругой арендную плату за местную недвижимость. Эта японка сказала нам, что каждый год она встречается с хозяином своей съемной квартиры и договаривается о *снижении* оплаты на следующий год. За последние годы стоимость земли значительно уменьшилась, поэтому арендодатели посчитали необходимым снизить арендную плату.

Хотя это кажется приятным событием, при более широком взгляде обнаруживаются отрицательные последствия.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

Падающие цены порождают проблемы. Действительно, японская экономика страдает от дефляции с конца 1980-х годов, когда лопнул ее так называемый «финансовый пузырь».

Одна очевидная проблема: дефляция побуждает людей к бережливости. Потребители настолько неохотно расстаются со своими деньгами, что это идет во вред экономике. Моя подруга Джейн, например, никак не решится купить компьютер, поскольку знает — уже через год этот товар будет стоить намного дешевле. Во время дефляции уменьшаются цены любого вида, и это создает деструктивный цикл. Падающие цены побуждают людей отложить покупку, а это в свою очередь снижает спрос, из-за чего цены падают еще больше. Поведение людей прямо противоположно тому, как они ведут себя во время гиперинфляции, когда спешат тотчас же потратить полученные деньги.

Вторая проблема, которую порождает дефляция, заключается в том, что люди не любят, когда им уменьшают заработную плату. Это тоже очевидно, но удивляет то, насколько сильно люди противятся снижению своих доходов и к каким тяжелым последствиям это порой приводит. Один яркий пример касается шедших в начале 1980-х годов переговоров между рабочими и руководством компании *Hormel Foods*. Товарный ассортимент *Hormel* включал консервированный мясной фарш *Spam* — тот самый, который дал название ныне всем известному рекламному мусору по электронной почте. Мы включили этот пример в наш курс искусства ведения переговоров, который преподаем в Гарвардской школе бизнеса; к тому же сага о *Hormel Foods* рассказана в прекрасном документальном фильме «Американская мечта».

В начале 1980-х годов Средний Запад США — регион, в котором находится завод *Hormel* — переживал глубокий экономический спад. Рабочие отнеслись к проблемам родного предприятия с пониманием и согласились на временное снижение зарплаты. Но на очередном собрании по поводу постоянного

## Инфляция

коллективного трудового договора рабочие и руководство попытались прийти к согласию. После интенсивных и продолжительных дебатов руководство предложило платить 10 долл. в час — менее чем на доллар ниже цифры, которая была до экономического спада. Однако рабочие потребовали оплаты, хотя бы равной оговоренной в предыдущем коллективном договоре.

Из-за этих центов, ставших камнем преткновения, рабочие объявили забастовку. Но она ударила в первую очередь по ним же. Забастовщиков уволили. Многие из них были вынуждены покинуть насиженные места и уехать в поисках лучшей доли в другие края. А компания нашла массу желающих работать за 10 долл. в час, поскольку в данном регионе за подобную работу большинство других предприятий платило почти вдвое меньше.

Забастовщики на *Hormel Foods* не согласились на небольшое снижение зарплаты, несмотря на тяжелое экономическое положение своего предприятия. В результате сами оказались в тяжелом положении.

Какое отношение имеет эта поучительная история к деньгам и инфляции? Связь между инфляцией и забастовкой на *Hormel* следующая. Допустим, что рабочим вернули их прежний уровень зарплаты, но инфляция снизила стоимость этих денег до уровня, который предложило руководство компании. Стали бы рабочие при таких обстоятельствах бастовать, рискуя потерять свои рабочие места и оказаться перед необходимостью уезжать из штата, чтобы не допустить снижения своей почасовой оплаты на несколько центов из-за инфляции? Ответ не известен, но здравый смысл и опыт подсказывают, что они не пошли бы на такие крайние меры.

Если инфляция меняет определенное решение, то говорят о «денежной иллюзии». В большинстве экономических теорий предполагается, что рабочие в двух случаях снижения фактической заработной платы — из-за действий руководства или из-за инфляции — поведут себя одинаково. Если же рабочие

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

реагируют на эти разные ситуации по-разному, то, по мнению традиционных экономистов, они (рабочие) действуют иррационально. (Правда, экономисты бихевиористской школы считают это поведением нормальных людей.)

В реальных жизненных ситуациях истинные причины никогда точно не известны. Возможно, в истории компании *Hormel* свою роль сыграли и другие факторы, а не только упрямство рабочих. Однако в лабораторных условиях экономисты умеют искусственно создавать инфляцию и дефляцию. Результаты последних экспериментов, которые провели профессора Эрнст Фер и Жан-Робер Тиран с коллегами, показывают, что люди склонны к денежной иллюзии<sup>13</sup>.

Более «бытовая» разновидность денежной иллюзии состоит в том, что люди склонны устанавливать свои часы на несколько минут вперед. Так, на протяжении многих лет часы на моем компьютере спешили на шесть минут. Будь я совершенно рационален, я бы всегда без труда определял точное время. Но даже после ряда лет мой мозг ящера все еще был «сам обманываться рад» спешащими часами. Хотя я мог бы быстро высчитать верное время, мой первый взгляд воспринимает то время, какое показывают часы. Следовательно, я выхожу из помещения немного раньше, чем выходил бы при точных часах.

Денежная иллюзия — одна из причин, по которой экономисты признают небольшую инфляцию благом. Инфляция позволяет регулировать цены, не вызывая у людей желания противиться не слишком выгодной сделке. Например, возросшая конкуренция со стороны Китая может привести к некоторому снижению зарплат американских текстильных рабочих. Снижение реальной зарплаты происходит либо через прямое уменьшение (против чего рабочие наверняка

---

<sup>13</sup> Tyran J., Fehr E. Limited Rationality and Strategic Interaction — The Impact of the Strategic Environment on Nominal Inertia // University of St. Gallen Department of Economics working paper series, 2002.



## Инфляция

будут протестовать), либо через рост, но меньший, чем коэффициент инфляции. Экономический эффект в обоих случаях один и тот же, однако второй вариант эмоционально более приемлем.

Жесткость зарплаты проявляется и за пределами экспериментальных лабораторий; некоторые специалисты считают, что она была важной причиной чрезвычайно высокой безработицы в годы Великой депрессии в США<sup>14</sup>. Из-за денежной иллюзии и дефляции, утверждают эти ученые, зарплаты в годы Депрессии упали недостаточно низко, чтобы побудить работодателей нанять больше рабочих.

Этот взгляд на инфляцию, который мы образно назвали «Маша и три медведя», глубоко изучали многие экономисты<sup>15</sup>. В 1996 году свое мнение об оптимальном уровне инфляции высказал Ларри Саммерс. На момент написания данной книги он занимал пост президента Гарвардского университета и, несмотря на свою молодость, успел стать штатным профессором экономики в Гарварде еще до того, как занял разные неакадемические должности, в том числе министра финансов США. Вот как он высказался о ситуации с жесткой зарплатой: «Невозможно снизить реальную зарплату, не урезав номинальную, из-за чего сложнее выполнить необходимые регулировки рынка труда». По этой и другим причинам профессор Саммерс заключает, что уровень инфляции 1–3% «кажется, в самый раз»<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Bernanke B.S., Care, K. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression // *Quarterly Journal of Economics*. — III. — 1996. — P. 853–883. Bordo M.D., Erceg C.J. et al. Money, Sticky Wages and the Great Depression // *American Economic Review*. — 2000. — 90. — P. 1447–1463.

<sup>15</sup> Fischer S. Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? // *Achieving Price Stability* (симпозиум, проведенный при спонсорской поддержке Федерального резервного банка Канзас-Сити, 1996. — P. 7–34.

<sup>16</sup> Summers L. Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability? // *Achieving Price Stability* (симпозиум, проведенный при спонсорской поддержке Федерального резервного банка Канзас-Сити, 1996. — P. 35–43.

## Йоги Берра и Милтон Фридман делят пиццу

Где мы сейчас находимся в нашем денежном путешествии? Во-первых, мы узнали, что деньги — это финансовый инструмент, изобретенный как смазка для экономики. Без денег нам пришлось бы использовать неэффективный и сложный одновременный обмен, как на рынке трансплантации почек. Во-вторых, мы определили характеристики идеальных денег, что помогает нам понять развитие типов денег. В-третьих, мы узнали правило «Маши и трех медведей» о том, что невысокая инфляция для экономики — «в самый раз».

Однако тайна сохраняется, и она не давала мне покоя еще в 1970-е годы. Наши знания о деньгах и инфляции — все это прекрасно, но какой от них прок, если инфляция — неконтролируемый монстр, способный свергать президентов и разрушать страны? Да, конечно, знать врага в лицо полезно, но было бы лучше заковать его в кандалы и посадить на цепь.

Настоящая тайна инфляции в том, почему вообще это экономическое явление окружено тайной. Ведь в причинах инфляции и контроле над ней нет ничего магического. В сказке «Волшебник страны Оз» покров тайны спадает в тот момент, когда Дороти обратила внимание на человека, спрятавшегося за занавеской. Точно так же есть люди, которые устанавливают уровень инфляции. Другими словами, инфляция — это не бесконтрольное чудовище, а домашняя ручная собачка, которую создали и контролируют монетарные органы.

Милтону Фридману мы обязаны академическим пониманием инфляции. Но, как и во многих других сферах, Йоги Берра и без степени доктора экономики уловил суть этого явления. Когда легендарного бейсболиста спросили, на сколько частей он разделит бы пиццу, Берра ответил: «Всего на четыре, потому что я на диете». (Точно не известно, действительно ли Йоги был автором этой шутки. По словам самого спортсмена, ему часто приписывают чужие слова. Он даже был вынужден издать книгу под названием «На самом деле я сказал не все, что сказал».)

## Инфляция

Независимо от авторства эта шутка отражает очевидную истину. На сколько бы частей ни разделили пиццу, количество калорий, которое она содержит, не изменится. Способ деления пиццы определяет только размер каждого кусочка, но не размер всей пиццы.

Профессор Фридман пришел к тому же открытию, когда глубже копнул такое экономическое понятие, как стоимость денег. Решение о том, сколько создать денег, не особо сказывается на общем состоянии экономики, однако сильно влияет на стоимость денег. Профессор писал: «Инфляция всегда и везде выступает монетарным явлением»<sup>17</sup>.

Когда количество денег возрастает, возникает инфляция. Именно инфляция уничтожила стоимость морских раковин в Папуа — Новой Гвинее. Когда поступление денег увеличилось из-за импорта ракушек самолетами, стоимость каждой отдельной раковины упала. Точно так же и гиперинфляция в Германии была результатом массивного притока немецких марок.

Инфляция — простое явление. Когда создают больше денег, стоимость каждой отдельной денежной единицы падает. Вот и вся инфляция.

А как насчет инфляции 1970-х годов в США? Помню, меня очень испугали сообщения, в которых она предстала некоей таинственной силой. Но, как показано на рисунке 5.2, совершенно ничего таинственного в той инфляции не было. Обычное, вспомним Милтона Фридмана, «монетарное явление».

Инфляцию 1970-х годов вызвал быстрый приток свободных денег. Так же как для людей сведущих нет никакой тайны в инфляции, для них нет ничего таинственного и в лекарстве от этой напасти.

В 1979 году Пол Волкер стал председателем Федеральной резервной системы США. Когда инфляция достигла 13%

---

<sup>17</sup> Wincott Memorial Lecture, London, September 16, 1970.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

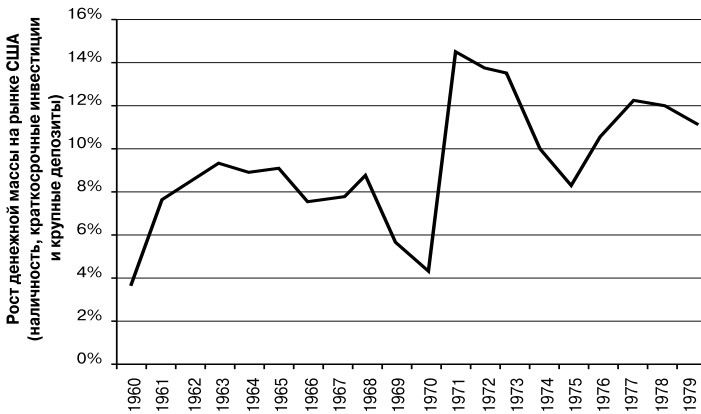


Рис. 5.2. Инфляцию 1970-х годов в США создали «свободные» деньги  
Федеральная резервная система США

в год, председатель Волкер решил прекратить это безумие. Он замедлил приток денег на рынок США, и уже к 1983 году инфляция опустилась до 4%. На обложке журнала *Time* от 22 октября 1979 года Волкер был изображен под заголовком «Железная рука 1979-го». Своей железной рукой глава Федеральной резервной системы поднял процентные ставки так, что некоторые превысили 20%. Достаточно представить себе покупку машины в кредит или жилья по ипотеке в таких условиях, чтобы понять, как жесткие деньги замедлили экономику и уменьшили инфляцию.

### Как хорошо быть королем

В своей «Истории мира, часть I» Мел Брукс заметил: «Как хорошо быть королем!» И правда, король обладает уникальными возможностями для достижения своих целей (гносных, как в кино, или благородных). Точно так же Федеральная резервная система обладает уникальными правами контролировать поступление денег на рынок, а через это поступление контролировать инфляцию.

## Инфляция

Денежная инъекция в экономику оказывает мощный эффект. Простой пример тому я наблюдал, когда летом 1997 года жил на западе Уганды. Некоторое время я провел на станции по изучению шимпанзе, которой руководил гарвардский профессор Ричард Рэнгхэм. Мне там нравилось, но я решил, что не стоит использовать принадлежащий станции грузовик в качестве средства передвижения и поэтому мне надо купить собственный транспорт.

Я попросил родителей выслать мне телеграфным переводом немного денег в местный банк, поскольку я собрался приобрести мотоцикл. С помощью (и по протекции) нескольких сотрудников научной станции я договорился о покупке бывшего в употреблении мотоцикла по непомерной цене 2,4 тыс. долл.

Когда я ездил по местным дорогам, встречные люди приветствовали меня, но за спиной потешались надо мной. Ситуация казалась им смешной по многим причинам. Во-первых, моя крупная фигура выглядела нелепо на маленьком мотоцикле. Во-вторых, я выложил как минимум на тысячу долларов больше, чем заплатил бы местный житель (они говорили, что я купил мотоцикл по «мзунгу», т. е., на суахили, по «европейской» цене). В-третьих, по обеим сторонам мотоцикла были наклейки, изображавшие охотника с копьем. Но я не знал, что копье — это метафора, а наклейки служат частью социальной рекламы, призывающей людей использовать презервативы. Вот почему я стал мобильным объектом для насмешек.

А теперь я расскажу о том, как произошла сделка купли-продажи. Договорившись с продавцом о цене, я отправился в банк и снял со счета 2,4 тыс. долл. в местной валюте. Поскольку я прекрасно знал, что эта сумма равна зарплате местного жителя за десять лет, к продавцу я шел в сопровождении двух охранников. За спиной у меня был рюкзак, полный местных банкнот. Владелец «носителя рекламы презервативов» попросил меня поторопиться, чтобы он успел сдать деньги в тот же банк до закрытия. Интересно, что сдавал он вырученную сумму тому

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

же банковскому клерку, который немного раньше обслуживал меня.

Ночью, лежа под москитной сеткой, я восхищался возможностями электронных банковских операций. Мои родители послали электронное сообщение в один из банков на западе Уганды. После этого не прошло и суток, как я стал владельцем мотоцикла, а счет его предыдущего хозяина в электронной системе банка увеличился на 2,4 тыс. долл. Я привел в движение несколько электронов, а теперь привожу в движение свой собственный мотоцикл.

Моя покупка вызвала целый каскад эффектов. Предыдущий владелец мотоцикла значительно разбогател по местным меркам. На эти деньги он купил разнообразные товары. Продавцы этих товаров, в свою очередь, тоже купили товары. Я вложил в экономику Западной Уганды немного денег, и это породило мини-волну процветания. В моем случае процветание Уганды произошло за счет небольшого падения благосостояния некоторых жителей США. Я стал богаче на 2,4 тыс. долл., но мои родители обеднели на эту же сумму. Игра с нулевым результатом, поскольку убытки компенсировали прибыль.

Однако Федеральная резервная система (ФРС) США, будучи королем мира денег, играет по собственным правилам. Чтобы я получил деньги, их должны были потерять мои родители. Когда же ФРС США что-нибудь покупает, ничей счет не уменьшается. Дело в том, что она контролирует электронную систему банковских кредитов. Так, ФРС по своему желанию увеличивает какой-нибудь счет на 2400 долл., или на 240 млрд долл., но «забывает» уменьшить на эту же сумму какой-нибудь другой счет. Когда ФРС покупает казначейские облигации США, а не мотоциклы, она производит такой же положительный эффект, как моя мини-волна процветания.

Проблема в том, что ФРС иногда создает деньги из ничего. Она «платит» за свои покупки, просто кредитует счет продавца.

## Инфляция

Покупки ФРС не заканчиваются, в отличие от частных операций, нулевым результатом.

Посредством таких денежных операций ФРС определяет темпы роста денежной массы, хотя от решений других людей зависит результат денежных операций. Например, скорость, с которой люди тратят свои новые заработки, влияет на экономику. Но ФРС даже с учетом «скорости» денег контролирует денежную массу и так определяет уровень инфляции.

### **Как читать «язык тела» Федеральной резервной системы США**

В фильме «Шулера» актер Мэтт Деймон играет аса игры в покер, который поборол свою азартную привычку, но в силу обстоятельств был вынужден вновь взяться за старое. Деймон стал асом благодаря своему умению «читать» других игроков и таким образом узнавать, какие карты у них на руках. Большинство профессионалов согласятся, что способность разгадать соперника — это чрезвычайно важный навык для победы в покер. В играх такого рода ключевым преимуществом является знание человеческой природы, а не математической вероятности.

Чтобы спрогнозировать инфляцию, тоже необходимо понимать людей, контролирующих ситуацию. Рост денежной массы определяет уровень инфляции. В Соединенных Штатах денежную массу контролирует Федеральная резервная система. Значит, чтобы спрогнозировать инфляцию в США, нужно хорошо представлять себе будущие действия ФРС.

В охотниках предсказать будущий уровень инфляции недостатка нет. Многие книги дают рекомендации, как защититься от грядущего обесценивания денег. Другие предвидят будущий инфляционный мир, в котором инвесторы, чтобы защититься, должны покупать золото.

Я же с осторожностью отношусь к тем, кто делает однозначные прогнозы по поводу предстоящей инфляции или дефляции.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

В США уровень инфляции зависит от будущих решений ФРС. Поэтому прогноз инфляции должен основываться на будущих решениях монетарных органов. Более того, нынешний председатель, Алан Гринспэн, родился в 1926 году, и он, возможно, не дотянет до июня 2008 года, когда заканчивается его каденция. Поэтому на все долгосрочные инвестиции повлияет уровень инфляции, который установит новый председатель ФРС.

Рассмотрим исторический период между Первой и Второй мировыми войнами. Германия пережила гиперинфляционную депрессию, а США — дефляционную. Монетарные органы Германии напечатали огромное количество не обеспеченных денег и этим разрушили стоимость немецкой марки. Монетарные органы США не стали причиной инфляции — напротив, во время Великой депрессии цены в Америке падали.

Эти прямо противоположные результаты подтверждают, что уровень инфляции определяют люди при власти. Возможно, у немецких властей просто не было выбора. Точно так же некоторые эксперты считают, что нынешние японские монетарные органы не в состоянии остановить существующую дефляцию. А Милтон Фридман против: по его мнению, японцам легко это сделать, просто увеличив денежную массу. Я поддерживаю тех, кто считает людей, ответственных за монетарную политику, способными определять уровень инфляции. Обстоятельства же действительно немного сдерживают, но полностью не контролируют уровень инфляции.

Итак, чтобы точно спрогнозировать инфляцию, надо в деталях понимать силы, движущие людьми, которые определяют ее. Более того, как и в покере высшего класса, инфляционные прогнозы зависят от способности предсказывать поведение людей. Правда, хотя теоретически возможно предсказать поведение следующего председателя Федеральной резервной системы еще до того, как его назначат, мне пока ни разу не довелось увидеть убедительных прогнозов.



### О Миссури мои инфляционные думы

Миссури — это американский штат, жители которого славились недоверием к обещаниям, предпочитая им доказательства. Когда речь заходит об инфляционных прогнозах, я становлюсь миссурийцем. Вместо того чтобы гадать о будущих действиях еще не избранных монетарных властителей, лучше придерживаться следующей финансовой стратегии: (1) опираться на факты; (2) поступать правильно в любом мире, хоть инфляционном, хоть дефляционном.

Для начала взглянем на монетарные факты. На рисунке 5.3 показан рост денежной массы в США за последнее десятилетие. Рост ускорился, значит, факты поддерживают прогнозы относительно роста инфляции. Монетарные изменения вызывают инфляцию только через определенное время. Поэтому, возможно, ФРС посеяла зерна инфляции, которые дадут ростки годы спустя. О том, что инфляция не стоит на месте, свидетельствуют и цены на золото, и стоимость доллара. Так, золото выросло в цене с 250 долл. до более чем 400 долл. за тройскую унцию (31,1 грамма). За тот же период доллар существенно упал относительно многих валют и до абсолютного минимума относительно евро<sup>18</sup>. Эти движения свидетельствуют, что политика «свободных» денег, которую реализует ФРС, снижает стоимость доллара США.

Инфляционный пример еще не закончен. Во-первых, рост денежной массы за последнее десятилетие все еще ниже, чем в 1970-х годах. Во-вторых, этот рост замедлился. Так что, возможно, политика ФРС идеальна. Этот оптимистический взгляд основан на следующих рассуждениях: ФРС выпустила много денег, чтобы смягчить последствия лопнувшего «пузыря» фондового рынка; сейчас же, когда экономика выздоравливает после того сурового периода, ФРС сбавила обороты

---

<sup>18</sup> Федеральная резервная система США, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov); см. также рис. 6.3 и 6.4 этой книги.

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА



**Рис. 5.3. Не создает ли ФРС опять инфляцию?**  
Федеральная резервная система США

печатного станка. Если такой оптимистический сценарий правильный, то, возможно, инфляция и не повторится.

Повторим озвученную Милтоном Фридманом мантру данной главы: инфляция всегда и везде — монетарное явление. Если мы следим за ростом денежной массы, мы всегда успеем вовремя заметить первые признаки серьезных изменений уровня инфляции. Когда рост денежной массы убыстрится, жди роста инфляции и инвестируй в осязаемые активы, такие как золото и земля, а также в иностранную валюту, отличную от долларов США. Если же возрастает вероятность дефляции из-за медленного монетарного роста, предпочтительнее будут финансовые активы, особенно определенные облигации. Например, простые казначейские облигации США, даже с доходностью всего 5% в год, в дефляционных обстоятельствах станут чрезвычайно выгодными.

### **Застрахуйтесь от инфляции по иррационально низкой цене**

Кроме внимательного наблюдения за переменами в денежной массе, существует ряд финансовых шагов, которые стоит сделать в любых обстоятельствах.

Вспомним то, что мы говорили о человеческой природе. Как мы выяснили, из-за нашего мозга ящера мы придаем слишком большое значение недавнему опыту. С 1979 года, когда Пол Волкер остановил инфляцию, США жили почти при идеальном ее уровне. Поэтому большинство инвесторов не особенно озабочены возможностью инфляции или дефляции. Проведя 20 лет при уровне инфляции «в самый раз» (низкий и стабильный), мы самоуспокоились и поэтому рискуем просмотреть первые признаки возможных проблем.

После стихийных бедствий странные вещи происходят с акциями страховых компаний. В таких страховых случаях, как ураган, пожар или землетрясение, страховики возмещают застрахованным понесенный ими ущерб, иногда выплачивая суммарно до нескольких миллиардов долларов. Как вы думаете, что происходит с акциями этих компаний сразу же после бедствия? Казалось бы, акции должны упасть в цене, отражая миллиардные убытки страховиков. Однако довольно часто картина прямо противоположная, т. е. акции дорожают.

Чем объяснить, что плохие новости оборачиваются хорошо для держателей этих акций? Ответ: после масштабных катастроф напуганные люди спешат застраховаться, поскольку поняли, что беда может прийти и к ним. Страховые фирмы действительно несут убытки, когда вынуждены выплачивать страховку, но также получают прибыль от продажи страховых полисов. Доходы часто превышают убытки, благодаря чему после катастроф курс акций страховых компаний растет.

Эта реакция на катастрофы доказывает, что в страховании, как и в других сферах, большинство людей упорно игнорируют разумную стратегию обращения с деньгами. Очевидно, что

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

покупать страховку лучше до бедствия, когда все безмятежно живут и не собираются тратить деньги на «ненужное», благодаря чему полисы стоят дешево. После же катастрофы все сразу умнеют и бегут в страховые компании, которые реагируют на повышенный спрос повышением цены.

20 лет жизни при инфляции «в самый раз» убаюкали нашу бдительность, и мы тоже оказались в опасном положении «до катастрофы». Мы привыкли к стабильным ценам, и наш мозг ящера не готов к ценовой нестабильности в любой форме — инфляции или дефляции. Но сейчас самое время на выгодных условиях застраховаться от ценовой нестабильности.

Рассмотрим три стратегии защиты своих материальных ценностей и от инфляции, и от дефляции. Это, по сути, покупка страховки на случай, если нам придется покинуть уютный мир инфляции «в самый раз» — низкой и стабильной.

### **Покупайте по сегодняшним ценам**

Первый метод — это просто покупать по сегодняшним ценам. Приобретая дом, в котором планируете жить некоторое время, вы защищаетесь от ценовых колебаний. Хотя вы, возможно, проиграете в сравнении с другими вариантами, у себя дома вы защищены от инфляции. Так же, как защищены студенты в тех штатах, где разрешено оплачивать обучение авансом.

Покупая акции компаний, владеющих природными ресурсами, вы защищаетесь от колебаний товарных цен. Например, имея акции нефтяных компаний, вы выиграете при любом росте цен на нефть. Купив правильное количество таких акций, вы полностью защитите себя от последствий изменений товарных цен.

### **Если берете в долг, зафиксируйте текущие ставки**

Вспомним, что высокая инфляция — это юбилей, когда все долги, по сути, аннулируются. Чем выше уровень инфляции, тем ниже реальная стоимость взятой в долг суммы. В 1920-х

## Инфляция

годах немецкие должники выплатили свои ипотеки марками, которые практически ничего не стоили. Поэтому высокая инфляция — финансовая манна небесная для тех, кто берет кредиты.

Правда, это справедливо только для тех, кто взял кредит по фиксированной ставке. Все больший процент американцев лишен такого удовольствия и гасит свои займы по плавающей ставке, т. е. если растет инфляция, то пропорционально растут и суммы, которые приходится возвращать кредиторам.

Если хотите застраховаться от ценовых колебаний, выбирайте для всех своих долгов только фиксированную ставку. Тогда в инфляционных обстоятельствах реальная стоимость вашего долга уменьшится. А во время дефляции? Вы просто рефинансируете свои долги по меньшим ставкам.

Итак, в инфляционное время займы с фиксированной ставкой лучше, чем с плавающей, а в дефляционное — по крайней мере не хуже. Получается, что фиксированная ставка — это бесплатный обед? Увы, нет. Она всегда выше плавающей. Дополнительные месячные платежи по фиксированному займу можно рассматривать как покупку страхового полиса против колебаний цен. Если предыдущий анализ верен, то такая страховка обходится невероятно дешево. Брать в долг по фиксированной ставке — это не совсем бесплатный, но, по меньшей мере, недорогой обед.

### **Покупайте ценные бумаги, защищенные от инфляции**

Правительство США продает облигации, которые обеспечивают полную защиту от инфляции. Размер выплаты по ним регулируют каждый год с учетом уровня инфляции. Если он высокий, то инвесторы получают больший процент, компенсирующий пониженную стоимость каждого доллара.

Сравним, сколько получают за десять лет инвесторы по облигациям двух видов — защищенным от инфляции и традиционным, не имеющим такой защиты. А конкретно, сравним

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

доходность инвестиции в размере одной тысячи долларов. По облигациям обоих видов инвесторы ежегодно получают процентные выплаты, а в конце срока — всю исходную сумму. Причем если традиционную облигацию, не защищенную от инфляции, правительство выкупит по номиналу, за одну тысячу долларов, то защищенную — за большую сумму, т. е. по номиналу с учетом инфляции.

Итак, защищенную облигацию инвестор в конце срока вернет государству как минимум за тысячу долларов, а возможно, и за большую сумму. Насколько большую? Это зависит от уровня инфляции. В таблице 5.1 приведены четыре разные сценария заключительной выплаты по облигации, не защищенной или защищенной от инфляции.

**Таблица 5.1**  
**КЦБЗИ обеспечивают защиту от инфляции (выплата на инвестицию в размере 1 тыс. долл. по наступлении срока погашения)**

<b>Уровень инфляции</b>	<b>Стандартная правительственная облигация США — без защиты от инфляции (срок погашения — 10 лет, долл.)</b>	<b>Казначейские ценные бумаги с защитой от инфляции (КЦБЗИ) (срок погашения — 10 лет, долл.)</b>
0%	1000	1000
3%	1000	1344
13%	1000	3395
500%	1000	60 млрд.

Сценарий 1 — это отсутствие инфляции. Сценарий 2 — мир «Маши и трех медведей», т. е. продолжение ныне существующей 3%-ной инфляции «в самый раз». Сценарий 3 возвращает нас в США 1970-х годов, когда инфляция составляла 13% в год. И шутки ради мы рассмотрели 500%-ю инфляцию (хотя она кажется очень большой, ей далеко до бушевавшей в Германии гиперинфляции). Итак, сколько получают инвесторы за свои облигации через десять лет при различных сценариях?

## Инфляция

Как видно из таблицы 5.1, на момент возврата начальной инвестиции облигация, защищенная от инфляции, всегда как минимум так же хороша, как и стандартная, но обычно намного лучше. Даже в экстремальных условиях защищенные облигации гарантируют инвестору защиту.

Однако за эту защиту приходится платить. Плата в виде меньшей процентной ставки, которую получают покупатели защищенных облигаций. В настоящее время разница равна примерно 3% в год. Таким образом, защита обойдется инвестору максимум в 30 долл. в год на каждую вложенную тысячу. Платить придется только при полном отсутствии инфляции. Но даже при умеренной инфляции цена страховки уменьшается.

Поскольку в последние 20 лет нам в США не нужна была защита от инфляции, исследования экономического поведения показали, что наш мозг ящера и, следовательно, рынок, недооценивают облигации с защитой от инфляции. Более того, в дефляционное время стандартные правительственные облигации США — фантастически привлекательный объект для инвестиций. Таким образом, облигации с защитой от инфляции почти уникально хороши как в инфляционные, так и дефляционные времена.

В США существуют два вида правительственных облигаций с защитой от инфляции. Это сберегательные облигации серии I и казначейские ценные бумаги с защитой от инфляции (КЦБЗИ; англ. аббревиатура — TIPS. — *Примеч. ред.*). Между ними существуют определенные правовые различия. Например, сберегательные облигации имеют ограничения по размеру покупки и типу инвестора (они доступны преимущественно гражданам США). Однако обе облигации, по сути, идентичны с точки зрения защиты от инфляции.

Мы разобрались с облигациями. Теперь следующий вопрос: насколько эффективны акции в качестве защиты от инфляции или дефляции? На первый взгляд, назвать акции средством

## ПОДЛЫЕ РЫНКИ И МОЗГ ЯЩЕРА

защиты — просто безумие. Рассмотрим три самых известных периода инфляции или дефляции. Это ныне существующая в Японии дефляция, дефляция в США в период Великой депрессии и инфляция в США в 1970-е годы. Очевидно, что во всех трех ситуациях акции были ужасно плохим объектом инвестирования. Поэтому сейчас, когда мы подходим к концу эры «Маши и трех медведей» (т. е. эры стабильных цен), акции могут показаться крайне слабой защитой для наших свободных средств.

Но второй, более глубокий взгляд, показывает, что, в отличие от прошлых периодов ценовой нестабильности, в настоящее время акции способны стать отличной инвестицией. Просто прибыли компаний имеют встроенную защиту от инфляции, так же как и защищенные правительственные облигации США. Инфляция, в отсутствие других экономических перемен, «раздувает» и доходы, и расходы компании. Поэтому прибыль, т. е. разность между доходами и расходами, растет одновременно с ростом инфляции.

Вопрос на засыпку: если корпоративная прибыль защищена от инфляции, почему акции так резко дешевели в прошлые периоды ценовой нестабильности? И ответ: в те периоды инфляция (или дефляция) была просто симптомом более глубоких проблем. Например, в США в 1970-е годы акции падали, возможно, не из-за инфляции. Нефтяной шок того времени — вот причина и инфляции, и падения акций. Поэтому в будущие периоды ценовой нестабильности акции вполне могут обеспечить защиту.

## Волшебные бумажки

Как говорит профессор Фридман, деньги — пленительная тема. Волшебные листки бумаги и электронные записи в банковских компьютерах позволяют нам уйти от недостатков бартера и накапливать богатство, которое мы сможем использовать в течение многих лет.



## Инфляция

Форма денег менялась со временем от товарной до драгоценных металлов и до существующего ныне стандарта бумажных валют. Последняя форма денег почти идеальна, если бы не один колоссальный риск. Этот риск заключается в следующем: монетарные органы могут использовать свою власть, чтобы установить неверный уровень инфляции. В прошлом из-за таких монетарных «шалостей» обанкротились многие семьи.

Соединенные Штаты прожили 20 лет эры «Маши и трех медведей», когда инфляция была «в самый раз», т. е. незначительно колебалась вокруг оптимального уровня. Согласно науке иррациональности, эти мирные и счастливые годы не подготовили нас к будущей ценовой нестабильности. Но как раз в это время, когда мозг ящера большинства людей подсказывает им, что опасностью ценовой нестабильности можно пренебречь, мы имеем отличную возможность купить недорогую защиту для своих сбережений. К счастью, для этого существуют как традиционные, так и инновационные инвестиции.