Передмова до другого видання

В останні кілька років набув розвитку погляд на макроекономіку під назвою «сучасна теорія грошей» ММТ. У світі він відомий саме за своєю абревіатурою ММТ — від англійського «modern money theory»1. Основні компоненти теорії не нові, але нове те, що їх інтегровано у системний аналіз. Моя перша спроба поєднати ці ідеї переросла в написання книжки, що вийшла друком у 1998 році під назвою «Розуміння сучасних грошей»2. У ній було описано історію грошей й еволюцію розуміння теорії грошей, а також проаналізовано фіскальну й монетарну політику з погляду «сучасних грошей». Відтоді зроблено величезні кроки вперед — від простого застосування теорії до розуміння та використання фактичних даних.

Ця книга — істотно доопрацьоване друге видання посібника «Сучасна теорія грошей», опублікованого в 2012 році3. Перевидати посібник із ММТ спонукало бажання відповісти на численні відгуки й коментарі до попередньої редакції та втілити нові ідеї з розвитку теорії, що народилися впродовж останніх кількох років. Інша мета — розширити аналіз за кількома важливими напрямами — такими як інфляція, оподаткування, криза в країнах Єврозони, обмінні курси, міжнародна торгівля та економіки, що розвиваються. Крім того, в посібнику удокладнено «Вступ» та «Висновки».

Із часу виходу першого видання про ММТ почали говорити в пресі, згадувати в інтернеті й навіть у певних політичних колах. Воррен Мослер4, адаптувавши афоризм німецького філософа XIX століття Артура Шопенгауера, давно передбачав, що макроекономічний підхід ММТ пройде три фази суспільного сприйняття. Перша фаза — висміювання. Друга — ворожість до ідей. Третя — визнання як очевидного стану речей. Чимало ідей ММТ уже на третій стадії: колишні критики нині стверджують, що вони знають усе це досить давно.

Результати досліджень учених, що започаткували школу макроекономічної думки ММТ, описані в безлічі академічних публікацій. Крім того, завдяки розвитку блогосфери ці ідеї швидко поширилися по всьому світу. Нині сучасну теорію грошей сприймають як логічну альтернативу традиційним поглядам. Однак академічні статті та короткі блоги не в змозі надати вичерпну інформацію про цей підхід до макроекономіки.

Мета посібника — заповнити прогалину між формалізованим академічним представленням ідей ММТ у спеціалізованих наукових журналах та неофіційними блогами в інтернеті. Читач почерпне основи для ґрунтовного розуміння теорії. Посібник починається зі стислого вступу, в якому описано, що таке ММТ і чому ця теорія важлива. Він знайомить читача з основами макроекономічного обліку, в якому особливу увагу приділено таким показникам, як залишки, фінансові потоки й баланси. Основний текст книжки подано в чіткій та простій формі, а його складніші частини виділено у спеціальні технічні блоки-довідки. Далі пояснено, як працюють гроші в суверенних країнах.

Багатьох читачів найбільше здивує те, що, коли справа стосується грошей, уряд поводиться не так, як домогосподарства чи корпоративний сектор! Ми часто чуємо, ніби «розсудливий» уряд підтримує збалансований бюджет — за прикладом домогосподарств чи суб'єктів господарювання різної форми власності. Але це не так. Суверенний уряд — емітент валюти, тоді як недержавний сектор (домогосподарства та суб'єкти господарювання) — її користувачі. Якби уряд намагався збалансувати бюджет, як це, наприклад, роблять домогосподарства, національна економіка зазнала б труднощів. Отже, завдяки посібникові читач побачить монетарну та фіскальну політику в зовсім новому світлі.

Підхід ММТ критикували за те, що він сфокусований на США і його практично не можна застосувати до решти країн, які не емітують міжнародної резервної валюти. Така критика — перебільшення, адже економісти з кола ММТ використали цю концепцію і стосовно інших країн, зокрема Австралії, Канади, Мексики, Бразилії та Китаю. Утім здебільшого в літературі з ММТ цей підхід розглянуто суто в проекції на розвинуті країни, де діє режим плаваючого обмінного курсу. Деякі ММТійники5 навіть стверджують, що теорію не можна застосовувати до країн із фіксованим курсом валют. Цей посібник заповнює прогалину: у ньому докладно описано, як теорія діє щодо режимів валютних курсів, які є альтернативними до плаваючого режиму, та особливо щодо країн із прив'язкою курсу. У певному розумінні цей посібник узагальнює сучасну теорію грошей.

На відміну від книжки 1998 року, в цьому виданні ми спеціально не зупинялися на історії грошей чи економічній думці. Текст доволі теоретичний, хоча буде наведено кілька прикладів, трохи цифр та міркувань про те, як насправді відбуваються деякі операції. Теорія нескладна. Її побудовано від простого макроекономічного рівняння секторальних балансів до базової основи макроекономіки. Також у посібнику ми уникаємо критики традиційного підходу до економіки — її вже й так багато: наша мета — зробити позитивний внесок. З огляду на це текст порівняно короткий. Де це доречно, виокремлено блоки із довідковою інформацією та оглядом тематичних досліджень. У них також подано відповіді на часті запитання. Блоки-довідки можна опускати або ж повертатися до них, прочитавши розділ до кінця.

У посібнику ми дослідимо макроекономічну теорію — основу аналізу економіки, справжніх механізмів її роботи. Також розглянемо, як уряд, що емітує власну валюту, здійснює витрати. Спочатку ми запропонуємо загальний аналіз, який можна застосовувати до всіх можливих режимів валютних курсів; потім обговоримо обмеження, що накладаються на внутрішню економічну політику уряду під час дотримання різних режимів обмінного курсу національної валюти — від плаваючого до керованого і зрештою до фіксованого обмінного курсу. У посібнику доведено, що саме режим плаваючого обмінного курсу дає урядові більше можливостей в економічній політиці. Аргументи сягають відомої «трилеми», з якою стикається відкрита економіка, а саме — країна може вибрати лише дві з трьох політик: 1) підтримання фіксованого обмінного курсу, 2) підтримання цільового рівня процентної ставки та 3) дозвіл вільного руху капіталу. З огляду на це, в посібнику обґрунтовано, чому влада країни, яка дотримується фіксованого обмінного курсу, буде не в змозі провадити внутрішню економічну політику з досягнення повної зайнятості та стійкого економічного зростання.

Згодом ми покажемо, як концепція «функціональних фінансів» Абби Лернера6 безпосередньо виводиться із ММТ. Це спричиняє дискусію навколо монетарної та фіскальної політики — не лише про те, що політика може зробити, а також що повинна робити. Знову ж таки, обговорення буде загальним, бо головне завдання посібника — з'ясувати, яка теорія може слугувати базою для формування економічної політики. Наголосимо, що ми не прагнемо чинити тиск на провадження урядової політики. Викладену в посібнику теорію можуть використати як прихильники «великих урядів» (покликаних підтримувати відносно високі рівні бюджетних видатків), так і прибічники «малих урядів». Мої особисті симпатії добре відомі, але сама по собі ММТ щодо цього нейтральна.

З-поміж основних настанов посібника — застосувати відносно недавно розроблені принципи секторальних балансів економіки та підходу сучасної теорії грошей. Провідна установа цих досліджень — Економічний інститут ім. Леона Леві, вчені якого спираються на наукові роботи Вінна Ґодлі та Гаймана Мінськи. Дослідження й напрацювання інституту сфокусовані переважно на країнах, що розвиваються. Ян Креґель використав цю концепцію для аналізу таких економік у своїй праці для Конференції ООН з міжнародної торгівлі та розвитку7. Інші дослідники з Інституту ім. Леві використали підхід для сприяння імплементації програм зі створення робочих місць як у розвинених країнах, так і в тих, що розвиваються. У посібнику ми розширимо цей аналіз, усвідомлюючи, що для країн з різними режимами валютного курсу в економічній політиці існують свої альтернативи.

Наприкінці книжки буде досліджено природу грошей. Ми побачимо, що за логікою гроші не можуть бути товаром, як, наприклад, золото. Їх радше слід сприймати як боргове зобов'язання, або IOU8. Навіть країна, яка використовує золотий стандарт, насправді працює з грошима як із борговими зобов'язаннями, хоча на вимогу їх можна обміняти на дорогоцінний метал. Ми покажемо, чому монетарні економіки працюють нижче своїх можливостей, повністю не залучаючи наявних ресурсів (наприклад, працю). Також дослідимо природу платоспроможності: чому певні грошові зобов'язання прийнятніші за інші. Як казав покійний професор, видатний Гайман Мінськи, «будь-хто може створювати гроші», але «проблема в тому, щоб їх приймали». Уявлення про сутність грошей — перший крок до розуміння того, що пішло не так і чому сталася глобальна фінансова криза 2007 року9. Воно також допомагає зрозуміти проблеми, з якими зіткнулася Європа після 2010-го.

Виклад базових ідей ММТ у посібнику доступний для широкого кола читачів, яким не потрібно спеціально проходити академічний курс макроекономіки. Тут не буде математики чи жаргону. Я розпочну з базових принципів і підведу до теорії, як насправді працюють гроші. І хоча під час написання посібника було важко втриматися від спокуси розглянути широке коло питань, які стосуються економічної політики та актуальних подій (особливо світову фінансову кризу 2007 року), я намагатимуся не відступати від своєї основної настанови.

Щоб протестувати реакцію аудиторії на цей посібник і зрозуміти коло його потенційних читачів, я почав публікувати деякі уривки у блозі «Нові економічні перспективи»10, який веде моя колега Стефані Келтон11. Щопонеділка вони з'являлися на окремій сторінці під назвою

«Посібник про сучасні гроші». Під статтями можна було лишати коментарі, і в наступних постах я давав на них відповіді. Це дозволило відредагувати текст для паперового видання. Тут наведено частину відповідей на коментарі; деякі з них лягли в основу блоків-довідок. Я дякую всім учасникам за допомогу. Їхній критичний аналіз допоміг покращити виклад матеріалу в посібнику. У цьому, другому, виданні я проаналізував і відповів на деякі коментарі, зібрані після того, як у 2012 році вийшло друком перше видання. Усі вони подані окремими блоками.

Я вдячний команді економістів та фінансистів групи ММТ, з якою працював понад 20 років і з якою ми розвинули цей підхід. Серед них — Воррен Мослер, Білл Мітчелл, Ян Креґель, Стефані Келтон, Павліна Чернєва, Мет Форстейтер, Ед Нелл, Скотт Фуллвайлер та Ерік Тімуань. Ще хочу відзначити своїх студентів, серед них — Джоелль ЛеКлер, Гезер Стажинськи, Даніела Конкейсео, Феліпе Резенде, Флавіа Дантас, Янь Лян, Федгел Кабуб, Здварка Тодорова, Енді Фелкерсон, Нікола Меттьюз, Шакунтала Дас, Корінн Пасторет, Майк Мюррей, Алла Семенова та Єва Нерсісян. Хочу подякувати Ворренові Мослеру за багаторічну підтримку нашої програми в Університеті Міссурі в Канзас-Сіті, а також Морісу Семюелсу, Кліффові Віннеру та Скоттові Ремсі. Я також вдячний Азійському банку розвитку — а особливо Джезусові Феліпе — за надання фінансування для початкового проекту і для двох семінарів, які банк провів у Казахстані: це допомогло загострити увагу ММТ на країнах, що розвиваються.

Воррен Мослер, Ерік Тімуань та Ніл Вілсон підготували коментарі до нового видання посібника, а Єва Нерсісян і Міла Малишава допомогли оновити дані. Особлива подяка Дімітрію Пападімітріо та Янові Креґелю, а також Гайманові Мінськи та Вінну Ґодлі за їхню підтримку та забезпечення гарної атмосфери в Інституті ім. Леві. Нарешті, дякую працівникам видавництва «Палґрейв Макміллан» за пропозицію другого видання та їхню терплячість, адже підготовка забрала більше часу, ніж ми очікували.

Годі передмов. Розпочнемо знайомство з ММТ з оновленого вступного розділу, але спочатку визначимося з основними термінами.

* * *

1 У макроекономічних та фінансових колах світу ММТ посіла належне місце, тому, коли згадується ММТ, предмет дискусії очевидний. З огляду на це, для інтеграції української аудиторії та аудиторії з багатьох інших країн, де розвивається макроекономічна та фінансова дискусії із залученням підходу сучасної теорії грошей, або ММТ, у тексті книжки ми використовуватимемо саме англійську абревіатуру (тут і далі — примітки перекладача).

2 Англійською мовою книжка називається «Understanding Modern Money».

3 В Україні перше видання посібника не публікувалося.

4 Воррен Мослер — економіст, один із засновників школи економічної думки ММТ. Автор книжки «Сім смертельно невинних обманів економічної політики» (2010).

5 ММТійники (англ. MMTiers) — академічні економісти та економісти з бізнесу, які дотримуються поглядів ММТ.

6 Абба Лернер (1903–1982) — американський економіст, відомий тим, що сформулював теорію «функціональних фінансів», про яку йдеться в посібнику. Цікава деталь з його біографії: він народився на Бессарабії, яка на той час була частиною Російської імперії.

7 Англ. UNCTAD — орган Генеральної Асамблеї ООН; офіційний сайт: www.unctad.org.

8 Абревіатура IOU утворена від англ. «I owe you», що перекладається як «Я перед тобою в боргу», або «Я тобі винен». Термін належить до ключових у школі економічної думки ММТ й узагальнено позначає різноманітні фінансові інструменти, що мають природу боргового зобов’язання: від кредитів до депозитів, від готівки до резервних грошей та державних облігацій чи облігацій, випущених в обіг недержавним сектором економіки. Тут і далі ми вживатимемо саме абревіатуру IOU, оскільки вона поступово набуває поширення у фінансовій термінології бізнесових та академічних кіл та в медіа.

9 Глобальна фінансова криза розпочалася саме в 2007 році в США. У вересні 2008-го вона перейшла в брутальну фазу банкрутств фінансових організацій. Тут і далі глобальну фінансову кризу згадано в ширшому контексті Великої фінансової кризи 2007–2008 років.

10 Оригінальна назва блогу — New Economic Perspectives, режим доступу: neweconomicperspectives.org.

11 Стефані Келтон — американський економіст, професор економіки; із серпня 2017 року викладає в Університеті Стоуні Брук (штат Нью-Йорк, США). Келтон була економічною радницею сенатора від штату Вермонт Бернарда Сандерса під час його виборчої кампанії 2015–2016 років як кандидата від президентської Демократичної партії США.

Терміни

Нижче уточнено значення термінів, що вживаються в посібнику.

Слово «гроші» має загальне й типове значення одиниці обліку. Ми не використовуємо це слово в значенні якогось матеріального предмета у формі грошового знака — монети чи банкноти.

Якщо йдеться про грошові матеріальні предмети, грошові знаки, вони мають конкретні визначення: монета, банкнота чи банківський депозит на вимогу. До деяких із них можна фізично доторкнутися (як-от до банкнот), натомість інші існують як електронні облікові записи на балансі комерційного банку (наприклад, депозити на вимогу, банківські резерви12). Термін «грошові знаки»13 — скорочення від «IOU, номіновані у грошовій одиниці14». З огляду на те, що вони становлять собою бухгалтерські облікові записи про зобов’язання, які так само номіновані в грошовій одиниці як одиниці обліку, їх також можна називати «обліковими записами в грошовій одиниці». У сучасному світі така система обліку реалізується за допомогою облікових записів (бухгалтерських проводок) в комп’ютерних, електронних системах.

Звертаючись до національних грошей як одиниці обліку, конкретизуємо назву, скажімо: долар США, японська єна, китайський юань, британський фунт стерлінгів, євро15.

Слово «валюта» вживається на позначення як монет, так і банкнот та банківських резервів, випущених державою (урядом чи центральним банком).

Банківські резерви — це депозити комерційних банків у центральному банку, номіновані в грошовій одиниці. Їх використовують для розрахунків між банками, для забезпечення потреб клієнтів зі зняття готівки та здійснення платежів клієнтів на користь уряду. Їх також

застосовують, щоб виконати вимоги центрального банку з обов'язкового резервування.

Чисті фінансові активи — різниця між фінансовими активами та фінансовими зобов'язаннями. Цей термін не тотожний до чистого багатства16, тому що не враховує реальних (або нефінансових) активів.

Боргове зобов'язання (IOU) — фінансовий борг, зобов'язання або обов'язок зі сплати певної суми, що номінована в грошовій одиниці обліку. Це фінансовий актив для його держателя. Боргове зобов'язання може існувати на папері або ж як електронний обліковий запис (наприклад, на банківському балансі). Звичайно, IOU — це зобов'язання емітента, але водночас й актив держателя (якого також називають кредитором).

Баланс трьох секторів економіки або секторальний баланс — ідеться про три сектори, на які можна розділити економіку: державний, внутрішній приватний (недержавний, зокрема домогосподарства і компанії) та іноземний. На агрегованому рівні видатки дорівнюють загальним доходам по економіці. Але кожен сектор може витрачати більше (підтримувати дефіцит) чи менше (підтримувати профіцит), ніж має надходжень. Відповідно до макроекономічної тотожності, якщо один сектор підтримує профіцит, то хоча б один інший повинен підтримувати дефіцит. Якщо E = видатки, Y = дохід, тоді: (Державні Y ? E) + (Приватні Y ? E) + (Іноземні Y ? E) = 0. Або: Державний баланс + Приватний баланс + Іноземний баланс = 0. У термінах валового внутрішнього продукту (ВВП), який є сумою споживання (C), інвестицій (I), державних закупівель (G) та чистого експорту (X ? M, або експорт мінус імпорт), тотожність із балансів трьох секторів економіки має такий вигляд: Державний баланс (T ? G) + Приватний баланс (S ? I) + Іноземний баланс (M ? X), де S — заощадження, T — податки. Байдуже, як здійснюється балансування для секторів (чи то доходи мінус видатки, чи то видатки мінус доходи); важливо, що в цілому сума балансів усіх трьох секторів дорівнює нулю.

* * *

Надалі ми використовуватимемо терміни «резервні гроші» та «резерви» як тотожні. Резервні гроші — це залишок на резервному (кореспондентському) рахунку в центральному банку, тобто монетарні IOU саме центрального банку. Термін «резерви» (англ. reserves), який вживається в цій книжці, принципово відрізняється від терміна «резерви», що традиційно й широко (але некоректно) використовують в Україні як у професійному середовищі банкірів, так і в засобах масової інформації. Останній з них — «резерви [під знецінення активів]» — походить від англ. provisions [for impaired assets]; його слід було би перекладати як «провізія», або «уцінка», що формується комерційним банком шляхом здійснення внутрішніх бухгалтерських проводок на власному балансі. В українських та російськомовних медіа резерви мають ширше вживані відповідники — «ліквідність», або «живі гроші», — які в цій книжці здебільшого не вживаються.

13 Англ. money tokens.

14 Або «боргові зобов’язання, номіновані в грошах».

15 Або «грошова одиниця європейського монетарного союзу євро».

16 Чисте багатство = реальні (нефінансові) активи + чисті фінансові активи.

Вступ. Основи сучасної теорії грошей

У цій вступній частині ми стисло розглянемо основи сучасної теорії грошей.

Глибоко не занурюючись у жодну теорію чи економічну політику, наведемо лише основні положення. Наша мета — пояснити, чому важливо розуміти ММТ. Багато читачів мені розповідали, що розуміння ММТ кардинально змінило їхній погляд на економіку.

Наприкінці тривалого семестру один студент, що відвідував мої семінари з макроекономіки в Університеті Міссурі в Канзас-Сіті, застосував новий і досить нестандартний підхід у своїй підсумковій презентації перед усією аудиторією однокурсників. Він роздав кожному учасникові окуляри з лінзами, що спотворюють вигляд довколишнього середовища, та попросив усіх їх одягнути. Через кілька хвилин, упродовж яких наші очі намагалися пристосуватись до викривленого зображення, він сказав: «Саме так я бачив макроекономічний світ на початку семестру. Зараз я бачу його зовсім по-іншому. Знімайте окуляри та виразно побачте речі навколо себе».

ММТ — відносно новий підхід, що ґрунтується на ідеях Джона Мейнарда Кейнса, Карла Маркса, Альфреда Мітчелла-Іннеса, Джорджа Ф. Неппа, Абби Лернера, Гаймана Мінськи, Вінна Ґодлі та багатьох інших. Тож ця концепція, так би мовити, «стоїть на плечах гігантів».

Сучасна теорія грошей охоплює й споріднені економічні дисципліни, зокрема історію економічної думки, економічну історію,

монетарну теорію, дослідження безробіття та бідності, фінанси й фінансові інституції, секторальні баланси, економічні цикли та кризи, монетарну й фіскальну політику. Ця теорія значно доповнила й синтезувала різноманітні течії економічної думки, які здебільшого виходять за рамки традиційних економічних течій.

Як зазначав Кейнс, щонайменше останні 4000 років наша монетарна система була системою суверенних грошей, тобто державних грошей. У спрощеному вигляді це така система, в якій держава визначає валюту для розрахунків і встановлює систему зобов'язань (як-от сплата податків, збори, штрафи та інші платежі), що номіновані в цій грошовій одиниці. Далі держава випускає валюту в обіг і згодом приймає її під час сплати зобов'язань.

Можливо, найважливіший внесок ММТ — це докладне вивчення координування операцій між урядом17 та центральним банком. Процедури, залучені до цього процесу, можуть ускладнити розуміння того, як насправді уряд здійснює витрати.

Якщо 200 років тому не піддавалося сумніву, що національний уряд витрачає, випускаючи валюту в обіг, та оподатковує, отримуючи свою валюту як платіж, то нині це вже не так очевидно, адже центральний банк здійснює ці платежі для уряду.

Однак, як показує ММТ, суттєво нічого не змінилося, незважаючи на те, що порівняно з минулим сучасні процеси ускладнилися. Ми не помилимося, якщо скажемо, що уряд випускає валюту в обіг, а платники податків її використовують, щоб сплачувати свої зобов'язання перед державою.

ММТ доходить висновків, які шокують багатьох прибічників традиційних засад. Важливіше те, що вона спростовує традиційні погляди на державні фінанси (та небезпеку дефіцитів бюджету), монетарну політику, так званий компроміс кривої Філліпса між інфляцією та безробіттям, логіку монетарних союзів із системою фіксованих обмінних курсів (зокрема логіку приєднання до Європейського монетарного союзу!) та невіглаське прагнення мати позитивний баланс рахунку поточних операцій18.

Головний виклик усталеним поглядам більшості людей — твердження ММТ, що фінанси суверенного уряду не мають нічого спільного з фінансами домогосподарств або інших суб'єктів економіки (малого та середнього бізнесу, підприємств різної форми власності). Адже часто-густо ми чуємо: «Якби я розпоряджався бюджетом своєї родини так само, як уряд керує державним бюджетом, то збанкрутував би» або «Наша держава живе невідповідно до своїх статків». І далі: «Тому нам слід узяти під контроль бюджетний дефіцит». ММТ вважає цю аналогію хибною. Суверенний уряд не може стати неплатоспроможним у власній валюті; у власній валюті він завжди зможе проводити платежі.

Справді, якщо уряд витрачає та позичає національну валюту для її введення в обіг в економіці та використання економічними агентами, то йому перед здійсненням таких витрат, звісно, не потрібні податкові надходження. Ба більше, якщо платники податків сплачують їх у національній валюті, то щоб уможливити це, уряд спочатку має її

витратити. Знову ж таки, все це було очевидно ще 200 років тому, коли королі буквально викарбовували монети, які потім витрачали і згодом отримували назад, коли піддані повертали монети податками.

Зауважте, що ми в США досі називаємо сплату податків не інакше як «поверненням податку»19. Що ж ми «повертаємо»? Ми повертаємо нашому суверенному уряду власну валюту (зазначивши суму, яку взяли в борг). Колись, щоб виконати податкові зобов'язання, ми повертали б урядові його монети, гроші у вигляді дерев'яних мірних паличок, паперові гроші, а також інші типи валюти. Для уряду це «джерело доходу». Англійське revenue «дохід» походить від французького revenu, яке, зі свого боку, сягає латинського reditus, що означає «повернути» або «повертатися». Що «повертається» урядові, коли всі податки сплачено? Його власна валюта.

Це важче помітити зараз, бо сучасні уряди мають власні банки — центральні банки, — що здійснюють та отримують для них платежі. Ці платежі здебільшого електронні, тож сучасні уряди зазвичай не використовують монет чи паперових купюр і не отримують податків у такій формі. Натомість вони інструктують центральні банки здійснювати платежі від їхнього імені шляхом поповнення (через бухгалтерські проводки з кредиту) банківських рахунків, а податкові платежі здійснюються, коли центральні банки проводять операції списання (проводки з дебету) банківських рахунків.

Людям не дуже зрозуміло, як саме уряд витрачає кошти, адже із цими бухгалтерськими процедурами мало хто знайомий. В оману можуть ввести аналогії з бюджетами домогосподарств. Здається, що є сенс у тому, що урядові для того, щоб витрачати, потрібні податкові та інші «доходи». Та насправді все інакше: це домогосподарствам потрібно, щоб уряд витрачав кошти, перш ніж вони сплачуватимуть податки!

Інше шокуюче твердження полягає в тому, що суверенний уряд не мусить «позичати» свою валюту, щоб її витрачати. Справді, він не може позичити те, чого ще не витратив. Ось чому ММТ розглядає продаж державних облігацій не як позику, а як дещо зовсім інше.

Коли уряд продає облігації, банки купують їх, пропонуючи в обмін резервні гроші, які обліковуються на кореспондентських рахунках20 банків у центральному банку. Зі свого боку, центральний банк дебетує резервний рахунок банку-покупця та кредитує рахунок банку державними цінними паперами. Ця операція більше схожа на те, як ви переказуєте кошти в банку з поточного рахунку на ощадний, щоб отримати вищий відсотковий дохід, аніж на позику в істинному розумінні цього слова. І справді, державні цінні папери — це те саме, що й ощадний рахунок, тільки в центральному банку. За цим рахунком виплачується більший відсотковий дохід, ніж за залишками на резервному рахунку банку.

Відповідно до ММТ продаж державних облігацій суверенним урядом функціонально прирівнюється до операцій монетарної політики. І хоча це пояснення поступово стає технічно складнішим, операційна мета продажу державних цінних паперів — допомогти центральному банку досягти своєї цільової процентної ставки за одноденними операціями21 (овернайт). Завдяки продажу облігацій банки позбуваються надлишкових резервів, які

інакше тиснули б на процентну ставку на ринку резервних грошей22 донизу повз цільову ставку центрального банку. Купівля облігацій центральним банком збільшує резерви банківської системи, не даючи процентним ставкам за одноденними депозитами піднятися над бажаним для центрального банку рівнем.

Федеральна резервна система (ФРС) та Казначейство США взаємодіють шляхом купівлі та продажу облігацій, що надає можливість ФРС утримувати процентну ставку на резервні гроші на цільовому рівні. Насправді за останні роки цей процес набагато спростився, бо ФРС зараз платить відсоток на залишок резервних грошей, наявних на рахунках банків, тому функціонально вони прирівнюються до державних облігацій, якими володіють банки. З цієї причини купівля/продаж облігацій стали анахронічними: облігації не потрібні, щоб «фінансувати» витрати уряду, так само як не потрібні, щоб допомагати центральному банку досягати цільових ставок.

Ви не мусите це все розуміти, щоб осягнути суть: суверенним урядам не треба позичати власну валюту, щоб її витрачати! Вони пропонують державні цінні папери з фіксованим доходом як інструмент, за допомогою якого банки, компанії, домогосподарства та іноземці можуть заробити відсотковий дохід. Тобто уряд продає облігації відповідно до політичного вибору, а не з необхідності. В уряду немає потреби продавати облігації перед тим, як витрачати кошти. Авжеж, уряд не може продати облігації, якщо він ще не надав валюту та резерви, які потрібні банкам, щоб купити ці облігації. Він виділяє валюту та резерви для банківської системи, або витрачаючи їх (проводячи фіскальну політику), або віддаючи їх у позику (проводячи монетарну політику).

Отже, так само як і у випадку з черговістю податків та витрат (суверенний уряд збирає податки після того, як здійснює витрати), ми повинні розглядати продаж облігацій урядом як процес, що відбувається після витрат своєї валюти та резервних грошей або надання їх у позику.

Більшість американців знайомі з фразою «зібрати мірку», що походить від давньої традиції європейських монархів використовувати як валюту дерев'яні мірні палички (рейки) з поперечними позначками. У ті часи палички розділялися вздовж на дві частини (на основу та корінці), які згодом з'єднував скарбник монарха, збираючи податки23. У такій системі акт сплати податку означає, що монарх виконує своє зобов'язання прийняти корінці мірних рейок, тоді як його піддані виконують свої зобов'язання зі сплати податків, коли віддають корінці до скарбниці монарха. Очевидно, що платники податків, піддані монарха, не могли розраховуватися корінцями мірних рейок, доки їх не випускав в обіг сам монарх.

Більшість людей дивуються, коли чують, що схоже діють і банки. Сто п'ятдесят років тому банки випускали власні банкноти, коли давали позику. Боржник сплачував позику, повертаючи банкноти в банк. Банки мали випустити банкноти, перш ніж боржники змогли б ними сплатити борги. Нині банки створюють депозити, коли позичають кошти, і позики сплачуються за допомогою цих депозитів.

Колись у США банкноти, випущені різними банками, не обов'язково приймалися за номінальною вартістю: якби ви намагалися сплатити позику від Банку Сент-Луїса банкнотами Банку Чикаго, вони могли б коштувати 75 % від номіналу (тобто 75 центів замість 1 долара).

Американська Федеральна резервна система була створена, зокрема, через потребу забезпечити міжбанківський кліринг за номіналом24. Таким чином, давня практика з випуску приватних банківських нот була обтяжена так, що від неї відмовилися. Банки перейшли на використання депозитів та проведення розрахунків між собою за допомогою резервів, які є не що інше, як боргові зобов'язання ФРС, її IOU. Важливо, що тепер банки створюють депозити, коли надають кредити позичальникам. А ті сплачують або повертають позики банкам, використовуючи депозити. Це означає, що банки спочатку мають створити депозити, щоб позичальники могли сплатити свої позики.

Згідно з ММТ, головна мета податкової системи — «керувати» національною валютою25. Одна з причин, чому люди погоджуються використовувати суверенну валюту, або національні гроші, — це те, що податки мають бути сплачені саме в цій валюті. Із самого початку ніхто не прийме валюту, якщо вона не знадобиться для проведення платежів. Податки та інші зобов'язання створюють попит на валюту, що використовується для проведення обов'язкових платежів. Із цієї перспективи справжня мета податків — завадити одержанню «грошового доходу», який держава може витратити. Податки, швидше, створюють попит на власну валюту уряду, щоб уряд міг витрачати (чи давати позики) в цій валюті.

Банківські депозити функціонують за схожою схемою. Частково ми їх використовуємо, бо в багатьох з нас є іпотечний борг, борг за кредитною карткою або борг під заставу автомобіля. Усі вони покриваються за рахунок списання коштів з депозитного рахунку в нашому банку. Свій рахунок можна поповнити коштами, перерахованими з депозитів в інших банках, і завдяки міжбанківському клірингу, який підтримує центральний банк, наш банк прийматиме ці кошти за номіналом.

Між випуском державної валюти та випуском банкнот і банківських депозитів існує як певна симетрія, так і деякі відмінності.

Держава накладає податкові зобов'язання на економічних агентів, тоді як приватні банки покладаються на добровільні рішення клієнтів стати їхніми позичальниками. Ми можемо відмовитися від того, щоб стати позичальниками банків, проте, як кажуть, єдині певні речі в житті — це «смерть та податки»: їх набагато важче уникнути. Суверенна сила (переважно) стосується держави. Це робить її власні боргові зобов'язання — готівкову валюту, резерви, облігації — майже універсально прийнятними у власній юрисдикції.

Справді, банки та інші фінансові установи зазвичай забезпечують конвертацію своїх IOU (боргових зобов'язань на кшталт депозитів) у державні (готівку, резерви, облігації). Ось чому ми називаємо поточні банківські рахунки «депозитами на вимогу»: банки обіцяють обміняти свої власні зобов'язання на державні «на вимогу» клієнта.

Саме тому в ММТ гроші розглядаються як пірамідальна система (тобто як «грошова піраміда»), на вершині якої — власна валюта держави. Банківські «гроші» (зобов'язання банків за депозитами та іншими інструментами, наприклад, облігаціями) перебувають на сходинку нижче від державних «грошей» (резервів та готівки). Відповідно зобов'язання інших фінансових інституцій у такій пірамідальній системі — обіймають позицію, ще нижчу від банківських «грошей», які часто сплачуються банківськими депозитами26. Ще нижче — зобов'язання інституцій нефінансового сектора. А на найнижчій сходинці перебувають боргові зобов'язання домогосподарств, які, знову ж таки, зазвичай можуть покриватися зобов'язаннями фінансових інституцій.

Багатьом людям украй складно перелаштувати своє мислення на таку конструкцію «створення грошей». Це схоже на алхімію чи навіть закляття. Банки просто створюють депозити, коли надають позики? Держава просто створює валюту або резерви центрального банку, коли витрачає кошти (або дає позику)? Це що, просто створення грошей із чистого повітря?

Безперечно.

Гайман Мінськи наголошував, що «будь-хто може створювати гроші», але «проблема в тому, щоб їх прийняли». Ви можете створювати «гроші», номіновані в доларах, просто написавши на папірці «IOU номіналом у п'ять доларів27». Вам лише доведеться знайти когось, хто їх прийме. У суверенної держави із цим проблем немає: вона легко знаходить тих, хто використовуватиме її валюту, — частково тому, що десятки мільйонів громадян зобов'язані робити платежі на користь держави.

У «Сітібанку»28 теж немає із цим проблем — бо мільйони з нас мають робити платежі, призначені «Сітібанку»: ми знаємо, що можемо обмінювати депозити на готівку, а також що за цим стоїть ФРС, яка забезпечує міжбанківський кліринг за номіналом. Однак дуже мало людей мають робити платежі, призначені саме вам, і ми сумніваємося у вашій здатності конвертувати вашу доларову боргову розписку в боргову розписку в доларах дядька Сема за номінальною вартістю. У цій грошовій піраміді ви перебуваєте зовсім низько.

Але все-таки як дядько Сем (читай «уряд США»), так і «Сітібанк» обмежені у своїй здатності «створювати гроші». Дядько Сем підлягає бюджетному управлінню, яке здійснюють Конгрес та президент. Часом він також наражається на безглуздий (так, саме безглуздий!) «борговий ліміт», установлений Конгресом. Конгрес та президент могли б та мали б позбутися цього боргового ліміту, але ми, звичайно, хочемо мати бюджетний процес, а також бути впевнені, що дії дядька Сема обмежені затвердженим бюджетом.

Проте дядько Сем мусить витрачати більше, щойно ми стикаємося з безробіттям.

Операції «Сітібанку» обмежені розміром капіталу та лімітами на типи кредитів, які він може давати (і типами активів, що можуть утримуватися на балансі банку). Та, на превеликий жаль, за останні кілька десятиліть ми звільнили банки від більшості регулювань та потрібної системи нагляду. Тих, хто має «горщик каші»29, слід обмежити.

Банки можуть і найчастіше видають забагато (зокрема поганих) позик. Така діяльність створює фінансові бульбашки та спричиняє проблеми зі платоспроможністю (кредитоспроможністю) не тільки для них самих, а й для їхніх клієнтів. Розсудливість у кредитуванні має бути обов'язковою банківською чеснотою або принаймні тією метою, якої всіляко прагнуть банкіри.

Проблема не в тому, яка природа створення грошей банками та урядами (яку часто критикують, уважаючи, що їх створюють «із чистого повітря»), а в кількості створених грошей та в меті їх створення. Витрати уряду задля підтримування та поліпшення суспільного добробуту доцільні, принаймні з погляду повного використання наявних ресурсів. Надання банками кредитів на суспільні та приватні цілі, що вигідно для суспільного та приватного секторів, загалом теж бажане.

Однак кредитування неможливе без ризиків та потребує якісного андерайтингу (щодо проведення оцінки кредитоспроможності позичальника та життєздатності його проекту з економічного погляду). На жаль, наші найбільші банки нівелювали процес кредитного андерайтингу в 90-х роках XX століття, що супроводжувалося жахливими наслідками. Можна лише сподіватися, що агенти змін у політиці запровадять якісніші банківські практики, розроблені за останню половину тисячоліття. Це стосується й закриття понад десятка найбільших глобальних банків, які не зацікавлені в дотриманні стандартів якісної банківської справи.

Дехто перестав вірити в нашу банківську систему та сподіватися на краще. Мені імпонують їхні песимістичні погляди. Дехто хоче повернутися до ери випуску «грінбеків» за часів президента Лінкольна30 або ж до Чиказького плану 1930-х, згідно з яким було пропоновано запровадити систему так званої вузької банківської справи31.

Дехто навіть хоче ліквідувати приватний випуск грошей! Мати державний випуск «не обтяжених боргом грошей»! Я симпатизую цьому32, однак проти занадто екстремальних пропозицій, навіть якщо підтримую мету. Такі пропозиції ґрунтуються на фундаментальному нерозумінні нашої монетарної системи.

Це система державних грошей. Наша валюта — це зобов'язання держави, або IOU, яке погашається, коли ми виконуємо наші зобов'язання зі сплати податків та інших платежів на користь держави. Фраза «не обтяжені боргом гроші» — по суті, позбавлена логіки або й хибна. Пам'ятайте, «будь-хто може створювати гроші», але «проблема в тому, щоб їх прийняли». Усі гроші — це IOU. Їх або витрачають, або дають у позику для подальшого обігу. Емітенти грошей мають приймати їх під час здійснення платежів33. Гроші приймають та використовують в обігу ті, хто здійснюватимуть такі платежі — напряму чи опосередковано — на користь емітентів грошей.

У розвинених країнах економіки вже цілком монетизовані. Значна (певно, більша) частина нашої економіки потребує грошей, і нам необхідні спеціалізовані інституції, що можуть випускати широко прийнятні монетарні IOU34 (грошові знаки), щоб допомогти їй зрушити з місця.

І хоч наші уряди «великі»35, цього недостатньо, щоб забезпечити потрібну нам кількість монетарних IOU, яка дозволила б досягти бажаного рівня економічної активності. І ми (принаймні американці) доволі скептично ставимося до ідеї передати контроль над економікою з повною монетизацією ще більшому за розміром урядові. Я не бачу жодної можливості для існування сучасної капіталістичної економіки з повною монетизацією без приватних фінансових установ, які створюють монетарні IOU. Ми майже завжди потребуємо таких IOU для провадження економічної активності, у якій віддаємо перевагу приватній ініціативі. Без сумніву, в забезпеченні економіки фінансами важливу роль відіграє як державний сектор (зокрема державні банки, банки розвитку і прямі державні позики для підтримки малого бізнесу, студентів та власників нерухомості), так і приватний сектор через фінансові інституції, що мають недержавну форму власності.

Щоб вирішити наші поточні фінансові та економічні проблеми, не потрібно зв'язувати руки уряду, емітенту суверенної валюти, встановлюючи свавільні ліміти на дефіцит чи рівень державного боргу. Правду кажучи, економічні та фінансові кризи останніх кількох десятиліть були спричинені саме тією частиною фінансового сектору, яка перебуває в приватних руках і діяльність якої керована прагненням одержати прибуток. Ми мали забагато приватних «новостворених грошей», що пришвидшили розростання фінансових ринків та інструментів, і замало державних «новостворених грошей», що слугують суспільним інтересам.

Нам справді потрібна фундаментальна реформа, зокрема скорочення кількості банків-гігантів, покращення нагляду та прозорості, судове переслідування фінансового шахрайства. Крім того, у «державно-приватному партнерстві»36 банкових інституцій акцент має бути зроблено на «державному», тобто на суспільній корисності.

Також нам потрібно започаткувати виважену дискусію щодо відповідної ролі суверенного уряду в економіці. Політичні дискусії мають позбутися міфу про «здорові фінанси»37, коли йдеться про державний бюджет.

Найбільш «нездорова» бюджетна політика — це бездумна гонитва за «збалансованим державним бюджетом», тобто за тим, щоб податкові надходження до казначейства до копійки покривали державні видатки за певний період (зазвичай рік).

Коли ми врешті-решт збалансуємо державний бюджет до копійки, то вся суверенна валюта, яку було запущено в обіг завдяки державним витратам, «повернеться» державі завдяки податковим та іншим платежам. Після цього в недержавного сектору не залишиться нічого — жодної копійки, збереженої «на чорний день». У двох наступних розділах ми переконаємося: якщо уряд дотримується політики «збалансованого бюджету», він уникає збільшення38 фінансових активів, тобто багатства власного народу. Складно збагнути, чому хтось узагалі пропагує таку дивну мету.

ММТ навчає, що державний борг (зокрема готівкова валюта, резервні гроші та державні облігації) — це фінансовий актив, тобто фінансове багатство для недержавного сектору39. Наявність державних дефіцитів створює профіцити для недержавного сектору економіки, які

генерують дохід для подальшої економії. Такі заощадження — найбезпечніша форма фінансових активів, адже вони представлені вимогами до суверенного уряду, який не може стати неплатоспроможним у своїй власній валюті та, відповідно, який не можна змусити пропустити жоден платіж за зобов'язаннями у власній валюті.

Уявіть собі, як зміниться політичний дискурс, коли президент США більше не зможе заявити, що «в дядька Сема скінчилися гроші». Коли уряд США більше не матиме змоги уникати створення робочих місць, кращої інфраструктури чи, скажімо, експедицій на Марс через нестачу коштів. Чи коли поважні економісти з академічних кіл більше не залякуватимуть суспільство вимогами кредиторів, коли ті, наче «свавільники ринку облігацій», відмовлятимуть «позичати» урядові гроші та вимагатимуть погашення боргу! Можливо, є вагомі причини, чому ми відмовляємося працевлаштувати мільйони безробітних, хочемо й далі їздити небезпечними мостами та дорогами або відмовитися від космічних подорожей. Але брак коштів не може бути однією із цих причин.

Коли ви зрозумієте базові засади ММТ, усі ці питання одразу відкриються для вас у новому світлі.

* * *

17 У контексті американської економіки це Казначейство США, але в узагальненому контексті (на прикладі інших країн) слід розуміти саме центральний уряд.

18 Рахунок поточних операцій — це частина економічного представлення відносин економіки з іншими країнами, яка відображає переважно зовнішньоторговельні операції країни, або, іншими словами, торговельний баланс країни.

19 Англ. tax return.

20 Далі ми використовуватимемо терміни «кореспондентські рахунки банків у центральному банку» та «резервні рахунки банків» у множині та однині як тотожні.

21 В Україні, починаючи з 21 квітня 2016 року, операційний режим центрального банку,

НБУ, налаштований таким чином, що саме продаж депозитних сертифікатів НБУ з терміном один день (овернайт) та два тижні (14 днів) — це той монетарний інструмент, який за умови наявної надлишкової ліквідності (кількості резервних грошей на рахунках комерційних банків у НБУ) дозволяє досягати цільової мети з процентної ставки. Оскільки депозитні сертифікати НБУ не враховуються в суму державного боргу, то в Україні центральний банк наразі використовує саме цей інструмент для цілей монетарної політики.

22 Як синонім до терміна «ринок резервних грошей» в Україні ширше вживається відповідник «міжбанківський ринок» або його удосконалений еквівалент — «міжбанківський ринок грошей». По суті, це ринок для товару (резервних грошей), який існує лише в електронній (цифровій) формі, технологічно обертається на балансі НБУ і перебуває під його контролем. У 1990-х роках та ще на самому початку 2000-х використовували не такий лаконічний термін — «міжбанківський ринок кредитних ресурсів». Із часом у професійних фінансових колах та в медіа частинка «кредитних ресурсів» вийшла з ужитку. Це свідчить про поступове усвідомлення того, що резерви (залишки коштів на кореспондентських рахунках) банків не можуть бути засобом кредитування. Це засіб для здійснення розрахунків та виконання нормативів обов’язкового резервування, якщо такі необхідні.

23 Система мірних паличок (рейок) як грошова система, започаткована в Англії, була поширена серед європейських монархій. Її операційними одиницями були мірні рейки або палички, якими правителі розраховувались із підданими, купуючи в них товари та послуги. Для здійснення операцій таку паличку розщеплювали вздовж на дві частини таким чином, щоб кожна містила поперечні зарубки. Одна частина мірної рейки (основа) зберігалася в скарбниці монарха, друга (корінець) — була в обігу. Монархи вимагали в підданих сплачувати податки та інші збори такими корінцями. Коли піддані сплачували податок, скарбник монарха порівнював корінець з основою, і якщо зарубки корінця та основи з’єднувалися, в такий спосіб відновлюючи оригінальну мірну рейку, то вважалося, що зобов’язання підданого зі сплати податку перед монархом виконане.

24 Міжбанківський кліринг за номіналом означає, що розрахунки між банками стосовно зарахування на власні баланси депозитів клієнтів з інших банків відбуваються за правилом акцептування таких депозитів із вартістю 100 % від номіналу. Тобто в банківській системі банківські ноти (або депозити) мають вартість 100 % від номіналу, і це усуває ризик того, що якийсь банк акцептуватиме ноти (депозити) від іншого банку з вартістю, меншою за номінал. Тож із появою центрального банку банківські зобов’язання були уніфіковані.

25 Тобто створювати та підтримувати попит на національну валюту серед економічних агентів.

26 Таким чином, розрахунки між суб’єктами цього рівня системи здійснюються зобов’язаннями, що перебувають на сходинку вище.

27 Іншими словами — «я винен вам п’ять доларів».

28 «Сітібанк» — великий міжнародний банк, заснований у 1812 році. Нині підрозділ «Сітіґруп» — великої фінансової корпорації. Із 2007 року — найбільший серед холдингів банк США.

29 Автор звертається до жартівливої алегорії та використовує назву відомої казки братів Грімм, у якій чарівний горщик за наказом варить кашу. Цей процес безперервний, тож каша заливає не лише будинок і подвір’я, а й усе містечко. Після команди зупинитися жителям містечка залишається куштувати кашу та спостерігати її навкруги.

30 Практика випуску грошей урядом США у 1860-х роках.

31 Англ. narrow banks, або narrow banking. Ця система, на відміну від чинної системи часткового резервування, покликана забезпечувати 100 % депозитів комерційних банків резервними грошима або державними облігаціями.

32 У своїх публічних виступах професор Рей роз’яснює тезу про сучасних лідерів інтелектуальної думки з макроекономіки й монетарної економіки, які схиляються до реформування банківської справи в бік «вузьких» грошей.

За словами професора Рея, це Мартін Вулф та Адаїр Тернер. Мартін Вулф — головний британський оглядач з проблем макроекономіки провідного фінансового видання «Файненшел таймз». Його книжка «Зсуви та шоки: чого ми навчилися — та ще маємо навчитися — з

фінансової кризи» (йдеться про кризу 2007–2008 років) про потребу реформування фінансової системи побачила світ у 2014 році. Адаїр Тернер упродовж 2008–2013 років очолював Управління фінансового регулювання і нагляду Великобританії. Його книжка про реформу фінансової системи під назвою «Між боргом та дияволом: гроші, кредит і реформування глобальних фінансів» була опублікована в 2015 році. (Інформацію подано за: youtube.com/watch?v=zppTQMlq6m0).

Ще один британець, який поділяє позицію групи Вулфа—Тернера щодо «вузької» банківської справи, — Мервін Кінґ, колишній голова Банку Англії — центрального банку Великої Британії. Його книжка «Кінець алхімії: гроші, банківська справа та майбутнє глобальної економіки» вийшла друком 2016 року.

33 Наприклад, уряд приймає резервні гроші, коли економічні суб’єкти сплачують податки та здійснюють інші платежі. Такі платежі здійснюються переважно через банківську систему. Інший приклад — коли позичальники банків використовують власні депозити, щоб погасити заборгованості за кредитами.

34 Монетарні боргові зобов’язання.

35 З огляду на розмір державних видатків бюджету як відсоток від валового внутрішнього продукту (% від ВВП). У міжнародній практиці не визначено, який уряд «великий», а який — «не досить великий». У кожній окремій країні це залежить від суспільно-політичних умов та усталених уявлень. Так, у США Республіканська партія дотримується лінії, що поточний розмір уряду (21 % від ВВП) уже великий і його слід зменшити. Деякі політики з Демократичної партії, навпаки, наполягають, що уряд «невеликий» і його слід збільшувати.

36 Після фінансової кризи 2007–2008 років на Заході відбулася переоцінка розуміння суті банківської справи, особливо коли вона належить приватним інституціям. Завдяки цьому багато хто усвідомив, що де-факто комерційні банки — це державно-приватне партнерство, адже щоденні операції банківської системи відбуваються за безпосередньої участі кількох державних інституцій: 1) центральний банк забезпечує кліринг міжбанківських розрахунків за номіналом; 2) такі розрахунки здійснюються за допомогою резервних грошей, які створює влада, на балансі центрального банку, адже кожен банк має кореспондентський рахунок у центральному банку; 3) система гарантування вкладів забезпечує повернення 100 % номіналу депозитів, які відповідають визначеним критеріям щодо розміру вкладу, в разі неплатоспроможності

окремого комерційного банку; така система покладається на підтримку держави у випадку системної банківської кризи.

37 Англ. sound money.

38 У цьому випадку термін «збільшення» означає так зване чисте збільшення, тобто зростання фінансових активів суспільства через видатки з бюджету, які, зі свого боку, зменшуються через стягнення податків та інших обов'язкових платежів.

39 У країнах, що розвиваються і до яких належить Україна, недержавний сектор, тобто громадяни та суб'єкти господарювання, частково чи переважно вдаються до практики нагромадження фінансових активів, фінансового багатства в іноземній валюті. Але в такому випадку із трьох видів державного боргу, що доступні для фінансового багатства в іноземній валюті (готівкова валюта, резервні гроші та державні облігації), випадають резервні гроші, адже вони циркулюють на рахунках банків, відкритих у центральному банку. Тому, наприклад, українським комерційним банкам не доступні резервні гроші в доларах США і вони лише мають кореспондентські рахунки в американських банках. Для них це просто поточні рахунки (поточні депозити). Державний борг в іноземній валюті у формі державних облігацій менш доступний для недержавного сектору через регуляторні обмеження. В Україні НБУ лише нещодавно дозволив комерційним банкам витрачати залишки на рахунках в іноземних банках для купівлі державних облігацій з інвестиційним рейтингом (див. постанову від 22 листопада 2016 року № 406, режим доступу: https://bank.gov.ua/document/download?docId=39855286). Тому найпопулярніший державний борг в іноземній валюті для недержавного сектору в країнах, що розвиваються, — це готівкова іноземна валюта. А отже, основу фінансового багатства суспільства в таких країнах становить саме державний борг.

1. Основи макроекономічного обліку

У цьому розділі ми розпочинаємо вибудовувати підґрунтя для розуміння сучасних грошей. Будь ласка, наберіться терпіння. Можливо, спочатку буде не так очевидно, чому це важливо. Однак не розуміючи базового макроекономічного обліку, ви, швидше за все, не зможете збагнути всі нюанси дебатів про державний бюджет (та критику істерії щодо дефіциту державного бюджету, яка в останні роки вразила чимало країн). Так само буде складно зрозуміти проблеми країн Єврозони, які здебільшого стосуються їхньої монетарної системи і значно менше зумовлені, як

подейкують, марнотратними звичками таких ледарів, як греки, іспанці чи італійці. Тож будьте терплячі й уважні. Не обов'язково знати вищу математику або правила хитромудрого бухгалтерського обліку. Тут ідеться про доволі прості та базові речі. Цей матеріал, швидше, на логіку, проте вона надзвичайно легка.

1.1. Базові принципи обліку для залишків та руху фінансових активів

Чийсь фінансовий актив — це чиєсь фінансове зобов'язання

Кожен фінансовий актив урівноважується або збалансовується рівноцінним фінансовим пасивом. Це фундаментальний принцип обліку40. Наприклад, депозит до запитання є фінансовим активом певної родини або, як кажуть економісти, домогосподарства. Водночас цей депозит компенсується зобов'язанням банку (банківським IOU) перед цим домогосподарством. Тобто депозит — це актив домогосподарства й пасив банку. Іншим прикладом може бути державна чи корпоративна облігація — актив для інвестора (домогосподарства) і водночас зобов'язання емітента (уряду чи корпорації). Домогосподарство може мати певні фінансові зобов'язання, зокрема студентські позики для навчання в коледжі чи університеті, іпотечний кредит чи кредит на купівлю автомобіля. У цьому разі зобов'язання домогосподарства — активи для кредитора, яким може бути як банк, так і інші фінансові установи на кшталт пенсійних фондів, гедж-фондів чи страхових компаній. Чисте фінансове багатство домогосподарства, або його добробут41, дорівнює сумі всіх його фінансових активів (рівноцінна фінансовому багатству), яка зменшена на суму його фінансових зобов'язань (тобто на всю суму IOU, що випущені домогосподарством та номіновані в грошах). Якщо це значення позитивне, домогосподарство має позитивне чисте фінансове багатство.

«Внутрішнє» багатство проти «зовнішнього» багатства

Для зручності аналізу економіку розділяють на сектори. Найпростіший і найпоширеніший розподіл на два сектори — державний та приватний. Перший охоплює всі рівні урядування (від центрального уряду до місцевих органів влади), другий — це домогосподарства та суб'єкти господарювання всіх форм власності. Якщо взяти всі фінансові активи та пасиви приватного сектору, то, за логікою, сума фінансових активів мала б бути тотожною сумі фінансових пасивів. Іншими словами, чисте фінансове багатство приватного сектору економіки мало б дорівнювати нулю. У цьому випадку ми беремо до уваги лише IOU — боргові зобов'язання, які були випущені та утримуються в межах приватного сектору (тобто частка приватних боргів, що належать іншому, державному сектору економіки,

відсутня). Така ситуація називається «внутрішнім» фінансовим багатством, бо відбувається «всередині» приватного сектору. Для того, щоб приватний сектор в агрегованому вигляді акумулював чисте фінансове багатство, це має відбутися у формі «зовнішнього» фінансового багатства, тобто потрібно акумулювати фінансові вимоги проти іншого сектору економіки. З огляду на базове розділення економіки на два сектори — державний та приватний, зовнішнє фінансове багатство приватного сектору набуває форми боргових зобов'язань державного сектору. Отже, зовнішнє фінансове багатство приватного сектору має такі форми фінансових активів: державна готівкова валюта (монети та паперові гроші) й різні державні цінні папери (від коротко- до довгострокових державних облігацій).

Коментар щодо нефінансового багатства (або реальних активів)

Чийсь фінансовий актив обов'язково компенсується фінансовим зобов'язанням іншої особи. Загалом чисте фінансове багатство має дорівнювати нулю. Проте реальні активи — це чиєсь багатство, яке не компенсується чиїмось зобов'язанням; отже, на агрегованому рівні чисте багатство дорівнює вартості реальних (нефінансових) активів. Для кращого розуміння наведемо приклад: припустімо, ви придбали автомобіль, узявши кредит у банку. Ваше фінансове зобов'язання (ваш автокредит) компенсується фінансовим активом компанії, що спеціалізується на автокредитуванні (ваше IOU часто називатимуть «нотою», тобто обіцянкою сплачувати кредит). Оскільки вони42 балансуються в нуль43, залишається тільки вартість реального активу — автомобіля. У посібнику ми переважно матимемо справу з фінансовими активами й зобов'язаннями, та водночас пам'ятатимемо, що саме вартість реальних активів забезпечує чисте багатство як на індивідуальному, так і на агрегованому рівні. Після того як ми віднімемо всі фінансові зобов'язання від сукупних активів (реальних і фінансових), залишаться нефінансові (реальні) активи або сукупна чиста вартість активів. (Див. дискусію в параграфі 1.4).

Чисте фінансове багатство приватного секторудорівнює державному боргу

Рух фінансових активів (доходів та витрат) зрештою призводить до нагромадження їх залишків. Наприклад, упродовж календарного року накопичення чистих фінансових активів у приватному секторі можливе, тільки коли його витрати менші за його доходи за той самий період. Іншими словами, економія дозволила накопичити запас багатства у формі фінансових активів. У нашому спрощеному поділі економіки лише на два сектори, державний та приватний, вищезгадані нагромаджені фінансові активи — це державні зобов'язання: готівкова валюта й державні облігації. (На резервах центрального банку, які водночас є зобов'язаннями центрального банку та активами комерційних банків, ми зупинимося пізніше. Багато в

чому резерви подібні до готівкової валюти: їх обох включають у такий монетарний показник, як «грошова база»; крім того, вони схожі на державні облігації, за якими виплачується фіксований дохід).

IOU уряду, зі свого боку, накопичуються в приватному секторі тоді, коли уряд витрачає більше, ніж отримує як податкові надходження. Це дефіцит державного бюджету — потік державних витрат, зменшений на потік податкових надходжень. Він вимірюється за певний період (зазвичай рік) у національній валюті, що визначена урядом як одиниця обліку. Отже, дефіцит державного сектору забезпечує накопичення залишку державного боргу і водночас фінансового багатства в приватному секторі за той самий період.

Пізніше ми пояснимо процес державних витрат й оподаткування. Та водночас потрібно розуміти, що чисті фінансові активи, які перебувають на руках у приватному секторі, точно дорівнюють чистим фінансовим зобов'язанням, які випустив уряд, у нашому спрощеному розподілі економіки на два сектори (державний та приватний). Якщо уряд постійно дотримується політики збалансованого бюджету, де витрати завжди тотожні податковим надходженням, це означатиме лише одне: фінансове багатство приватного сектору дорівнює нулю. Якщо ж уряд тривалий час дотримуватиметься профіциту державного бюджету (витрати менші за податкові надходження), фінансове багатство приватного сектору поступово зійде нанівець і згодом стане від'ємним. Іншими словами, приватний сектор заборгує державному сектору.

Зрештою, можна сформулювати «дилему»: у нашій спрощеній моделі, що передбачає поділ економіки на два сектори, неможливо мати профіцити і в державному, і в приватному секторі водночас. Якби державний сектор дотримувався політики бюджетного профіциту, відповідно приватний сектор змушений був би працювати з дзеркальним за обсягом дефіцитом. Якщо одного дня державний сектор вирішить позбутися всіх своїх боргів, то йому певний час доведеться дотримуватися профіциту (скажімо, кілька років). Натомість приватний сектор втратить своє чисте фінансове багатство через змушену потребу дотримуватися дефіциту.

Зовнішні зобов'язання — це внутрішні фінансові активи

Також поширений й інший поділ економіки на сектори: внутрішній приватний, внутрішній державний, а також зовнішній сектор, або «решта світу», куди зараховують усі іноземні уряди, домогосподарства й суб'єкти господарювання (компанії та корпорації) всіх форм власності. У такому випадку можлива ситуація, коли внутрішній приватний сектор і далі накопичує чисте фінансове багатство, навіть якщо внутрішній державний сектор дотримується збалансованого бюджету, коли витрати останнього точно дорівнюють його податковим надходженням. Таке накопичення відбувається за рахунок зовнішнього сектору. У цьому разі приріст у чистих фінансових активах внутрішнього приватного сектору дорівнює випуску чистих фінансових зобов'язань у зовнішньому секторі.

Нарешті, реалістичніша ситуація, коли внутрішній приватний сектор накопичує чисте фінансове багатство, що складається як із внутрішніх державних зобов'язань, так і з фінансових зобов'язань зовнішнього сектору. Для внутрішнього приватного сектору така модель поведінки цілком можлива: він нагромаджує фінансові вимоги до внутрішнього державного сектору (що збільшуватиме його чисте фінансове багатство), але випускає власні боргові зобов'язання проти зовнішнього сектору (що зменшуватиме його чисте фінансове багатство). У наступному розділі ми докладно розглянемо секторальні баланси.

Коментар про важливість «внутрішніх» активів

Деякі критики стверджують, ніби ММТ ігнорує «внутрішні» активи44, бо зосереджується саме на чистому фінансовому багатстві. Це неправда. ММТ спробувала сфокусуватися на джерелі чистих фінансових активів приватного сектору — або зовнішнього багатства, — оскільки щодо бажаності дефіциту державного бюджету існує так багато плутанини. Ми наполягаємо на тому, що в закритій економіці єдине джерело чистих фінансових активів — це уряд; у відкритій економіці вимоги зовнішнього світу можуть бути ще одним таким джерелом. Проте внутрішній приватний сектор сам по собі не в змозі створювати чисті фінансові активи, адже кожен фінансовий актив, створюваний і утримуваний у цьому секторі, компенсується зобов'язанням у цьому ж таки секторі.

Але це не означає, що створення фінансових активів і зобов'язань внутрішнім приватним сектором треба ігнорувати. Безперечно, важливо, хто — боржник, а хто — кредитор. Зазвичай приватний бізнес бере позики, щоб розширювати свої виробничі потужності, бо прагне отримувати більший прибуток. Сектор домогосподарств позичає кошти, щоб купувати та облаштовувати будинки і споживати товари довготривалого вжитку. Проте традиційно сектор домогосподарств стає чистим кредитором у міру своєї природної схильності до нагромадження чистих фінансових активів, адже існує потреба заощаджувати кошти, наприклад, для коледжу й виходу на пенсію. Якщо ж ми підемо далі й пильно придивимося до різноманітних складових цих секторів (приватного бізнесу та домогосподарств), то побачимо, що деякі сегменти мають високий рівень заборгованості, тоді як інші виступають чистими кредиторами. Наприклад, загальновідомо, що домогосподарства на чолі з літніми людьми — чисті кредитори, на відміну від домогосподарств, очолюваних молодими людьми, які є чистими боржниками. Можна спостерігати, що фінансове багатство більшою мірою зосереджене в руках білих і лише подекуди — серед чорношкірих та латиноамериканців. І, звичайно, нам відомо про зростання концентрації фінансових активів серед одного відсотка45 найбагатших людей.

Усі ці питання дуже важливі й добре вивчені за останні три десятиліття. Зростання заборгованості домогосподарств у США і в більшості країн Європи стало одним з ключових факторів, що спричинили Глобальну фінансову кризу 2007–2008 років. Підвищення концентрації

багатства в руках невеликої групи створило величезні проблеми для західних демократій. Бізнес брав позики не для того, щоб інвестувати в розширення чи вдосконалення власної виробничої потужності, а для здійснення фінансових інвестицій з високим ризиком. Це призвело до ще більшого обтяження бізнесу боргами й не залишило йому жодного шансу збільшити здатність отримувати прибуток від виробництва. Усі ці питання стосуються як «внутрішнього», так і «зовнішнього» фінансового багатства. Дослідники не з кола ММТ зазвичай зосереджуються на розподілі фінансового багатства в межах приватного сектору. Натомість прибічники ММТ започатковують дискусію про вплив політики жорсткої бюджетної економії на джерело зовнішнього багатства приватного сектору. Такі підходи не створюють суперечки, а навпаки доповнюють одне одного.

Основи секторального обліку та зв'язок із концепціями, що стосуються залишків та руху фінансових активів

Пропоную продовжити поділ економіки на три сектори: внутрішній приватний сектор (домогосподарства та суб'єкти господарювання); внутрішній державний сектор (центральний уряд і регіональні та місцеві органи влади) і зовнішній сектор (решта світу, тобто всі іноземні домогосподарства, суб'єкти господарювання та уряди). Кожен із цих секторів можна розглядати як такий, що має дохідний та витратний рух фінансових активів за звітний період, який ми вважатимемо роком. У будь-якому із секторів немає жодних підстав щороку дотримуватися балансу між своїми доходами та витратами. Якщо якийсь сектор за рік витрачає менше за свій дохід, це називається бюджетним профіцитом. Якщо більше — тоді це бюджетний дефіцит. Коли ж дохід сектору впродовж року дорівнює витратам, це свідчить про його збалансований бюджет.

Із цього стає зрозуміло, що профіцит бюджету — це те саме, що й рух заощаджень: він зумовлює чисте накопичення фінансових активів, тобто збільшення чистого фінансового багатства. Натомість дефіцит бюджету зменшує чисте фінансове багатство. Сектор, що дотримується дефіциту, має або знижувати свої фінансові активи, які нагромадилися в попередні роки (коли він спромігся на профіцит), або, щоб вирівняти свій дефіцит, випустити додаткові власні боргові зобов'язання. Іншими словами, він «оплачує» свій дефіцит, обмінюючи власні фінансові активи на ліквідні банківські депозити («витрачає заощадження») або ж випускає для цього боргові зобов'язання («позичає»). Коли ж накопичені ресурси закінчуються, сектору нічого не лишається, окрім як збільшувати свою заборгованість щороку, коли його бюджет дефіцитний. Натомість будь-який сектор, що дотримується бюджетного профіциту, нагромаджуватиме чисті фінансові активи. Цей надлишок буде набувати форми фінансових вимог до щонайменше одного з двох інших секторів.

Ще один коментар про реальні активи

Постає питання: а що, як використати фінансові заощадження (зумовлені бюджетним профіцитом) для придбання реальних активів замість того, щоб нагромаджувати чисті фінансові активи? У цьому випадку фінансові активи просто передаються комусь іншому. Наприклад, якщо ви витрачаєте менше за свій дохід, то можете оформити депозит на своєму поточному банківському рахунку. Якщо ви не схочете класти свої заощадження на поточний депозит, то можете виписати банку розпорядження на придбання, скажімо, картини, ретроавтомобіля, колекції марок, нерухомості, транспорту або навіть виробничого підприємства. Ви перетворюєте фінансовий актив на реальний. Натомість продавець виконує протилежну операцію і в результаті отримує фінансовий актив. Річ у тім, що, якщо приватний сектор загалом дотримується бюджетного профіциту, хтось із його суб'єктів накопичуватиме чисті фінансові активи (фінансові вимоги до інших секторів) більше за інших суб'єктів цього самого сектору. Усередині приватного сектору може відбуватися вищезгадане перекладання чистих фінансових активів з однієї «кишені» в другу.

Висновок: дефіцит одного сектору дорівнює профіциту іншого

Усе це підводить нас до важливого принципу макроекономічного обліку: якщо підсумувати дефіцити одного або декількох секторів, ця сума має дорівнювати профіциту іншого сектору (або секторів). Беручи за основу новаторську роботу Вінна Ґодлі, можна сформулювати цей принцип у формі простої арифметичної тотожності:

Баланс внутрішнього приватного сектору + Баланс внутрішнього державного сектору + Баланс зовнішнього сектору = 0

Припустімо, що зовнішній сектор має збалансований бюджет (у наведеній вище тотожності баланс зовнішнього сектору дорівнює нулю). Нехай дохід внутрішнього приватного сектору за рік — 100 млрд доларів, а його витрати — 90 млрд доларів, відповідно профіцит бюджету становить 10 млрд доларів. Тоді, згідно з тотожністю, дефіцит бюджету внутрішнього державного сектору за рік становитиме 10 млрд доларів. Ми знаємо, що внутрішній приватний сектор упродовж року акумулює 10 млрд доларів чистого фінансового багатства, що складається з 10 млрд доларів зобов'язань внутрішнього державного сектору.

Або інший приклад. Припустімо, що зовнішній сектор витрачає менше за свій дохід і має профіцит бюджету в 20 млрд доларів. Водночас внутрішній державний сектор економіки теж витрачає менше, ніж одержує доходу, маючи профіцит бюджету 10 млрд доларів. Згідно з вищезгаданою тотожністю макроекономічного обліку за той самий період внутрішній приватний сектор мав зазнати бюджетного дефіциту до 30 млрд доларів (20 млрд доларів плюс 10 млрд доларів). При цьому чисте фінансове багатство внутрішнього приватного сектору скоротиться на 30 млрд доларів,

адже він продав активи або позичив кошти. А внутрішній державний сектор збільшить чисте фінансове багатство на 10 млрд доларів, зменшивши свою заборгованість або підвищивши свої фінансові вимоги до інших секторів. Зовнішній сектор збільшить свою чисту фінансову позицію на 20 млрд доларів (також скоротивши заборгованості або підвищивши свої фінансові вимоги до інших секторів).

Цілком очевидно, що коли один сектор збирається підтримувати бюджетний профіцит, то принаймні один з решти двох секторів змушений підтримувати бюджет із дефіцитом.

З погляду залишків фінансових активів, щоб один сектор акумулював чисте фінансове багатство, принаймні ще один з інших двох секторів має збільшити свої борги на таку саму суму. Усі сектори не можуть накопичувати чисте фінансове багатство одночасно, дотримуючись бюджету з профіцитом.

Можна сформулювати ще одну «дилему»: якщо один із трьох секторів підтримує профіцит, принаймні один з решти двох мусить підтримувати дефіцит.

Незважаючи на всі наші зусилля, ми не можемо всі одночасно мати профіцит бюджету (перевищення доходів над видатками). Це дуже схоже на історію про дітей із Лейк-Вобеґона (уявного міста щотижневого американського радіо-шоу Ґаррісона Кейлора під назвою «Компаньйони»), які всі «вище середнього». Хоча, за логікою, на кожну дитину «вище середнього», має бути одна «нижче середнього». Так само й для кожного фінансового профіциту має бути фінансовий дефіцит.

1.2. ММТ, секторальні баланси і поведінка

У попередньому параграфі ми окреслили основи макроекономічного обліку. А тепер трохи заглибимося в бухгалтерський облік і розглянемо співвідношення між потоками (дефіцитами) і залишками (боргами). Щоб уникнути помилок, потрібно переконатися, що між нашими потоками й залишками існує «узгодженість». Ми хочемо бути впевнені, що всі витрати та заощадження звідкись беруться і кудись зникають. Також ми повинні пересвідчитися, що профіцит одного сектору компенсується за рахунок дефіциту в іншому секторі. Це дуже схоже на відстеження рахунку під час бейсболу. По суті, в сучасному світі більшість фінансових «рахунків» — це облікові електронні записи (схожі на ті, що висвітлюються на електронному табло на стадіоні).

Ми також спробуємо виявити причинно-наслідкові зв’язки. Наприклад, ми хотіли б з’ясувати, чому фінансовий баланс приватного сектору США в роки президентства Білла Клінтона був негативним, а державний баланс — позитивним: як ми до цього дійшли і які процеси стали причиною? На відміну від арифметичної тотожності макроекономічного обліку (математично правильної), неможливо достеменно сказати, які процеси

формують баланс конкретного сектора. Важко пояснити, чому приватний сектор США підтримував фінансовий дефіцит наприкінці 1990-х років — періоду «економіки Золотоволоски»46.

Ще складніше оцінювати стан економіки в майбутньому, а саме — як довго певний сектор економіки зможе підтримувати дефіцит бюджету і чи взагалі це можливо. Узагалі спрогнозувати це точно надзвичайно складно. Якби це було легко, ми б заробили купу грошей, роблячи ставки на певний результат.

Іншими словами, добре розуміння ММТ і секторальних балансів нікому не гарантують пояснення причинно-наслідкового зв'язку в економічних процесах. Не можна бути занадто впевненими. За словами видатного економіста, покійного Вінна Ґодлі, він робив не прогнози, а радше оцінки з припущеннями.

Спираючись на дослідження Вінна Ґодлі, Інститут Леві (www.levy.org) робить подібні оцінки. Зазвичай вони починаються з розгляду офіційних даних від Бюджетного управління Конгресу США щодо прогнозу таких показників, як дефіцит державного бюджету та темпи економічного зростання в наступні кілька років. Прогнози Бюджетного управління Конгресу багато в чому визначені чинним законодавством (тобто законами, що регулюють державні витрати і питання оподаткування та скорочення дефіциту). Однак вони не завжди ґрунтуються на оцінці залишків та руху фінансових активів і, відповідно, не беруть до уваги принципу трьох секторальних балансів. Іншими словами, прогнози Бюджетного управління в цьому розумінні часто некоректні.

Проте цю хибу можна усунути. З огляду на наявні прогнози балансу державного бюджету і зростання ВВП, а також емпіричні оцінки різних економічних параметрів (наприклад, схильності до споживання та імпорту), можна вибудувати модель, яка узгоджується з принципами підходу до залишків та руху фінансових активів. Вона продукуватиме секторальні баланси, а також рівень боргу загалом по економіці та в її трьох ключових секторах. Дослідники з Інституту Леві часто зауважують, що темпи економічного зростання, а також оцінки урядового дефіциту, використовувані в прогнозах Бюджетного управління Конгресу США, продукують украй неправдоподібні фінансові баланси у двох інших секторах економіки (внутрішньому приватному й зовнішньому) та малоймовірний рівень боргу внутрішнього приватного сектору. Для такого аналізу й оцінок необхідно вийти за рамки простих тотожностей макроекономічного обліку. Але водночас потрібно пересвідчитися, що ваш аналіз та оцінки їх не порушують.

Дефіцити > заощадження, борги > багатство

У попередньому параграфі ми з'ясували, що дефіцит одного сектору має дорівнювати профіциту принаймні одного з двох інших секторів. Ми також установили, що борги одного сектору дорівнюють фінансовому

багатству щонайменше одного сектору з решти двох. Поки що все це випливає з принципів макроекономічного обліку. Однак економіст хоче сказати більше за це, адже, як і всі інші вчені, економісти зацікавлені у встановленні причинно-наслідкового зв'язку. Економіка — соціальна наука про надзвичайно складні системи, в яких причинно-наслідковий зв'язок ніколи не виникає тільки тому, що економічні явища схильні до взаємозалежності, гістерезису47, кумулятивної причинності та «доброї волі» під впливом очікувань. Проте ми можемо дещо сказати про причинно-наслідковий зв'язок між залишками та рухом фінансових активів, які ми обговорювали раніше. Деякі читачі помітять, що прийняті тут причинно-наслідкові зв'язки випливають із кейнсіанської теорії48.

Індивідуальні витрати переважно визначаються доходом. Нашою відправною точкою буде рішення приватного сектору витрати кошти. Людині здається логічним твердження, що доходи значною мірою визначають витрати. Справді, будь-яка людина без доходу буде, безумовно, серйозно обмежена, коли ухвалюватиме рішення про купівлю певних товарів і послуг. Однак, якщо поміркувати, то стає очевидним, що навіть на індивідуальному рівні зв'язок між доходами й витратами досить вільний: можна витрачати менше за свій дохід та накопичувати чисті фінансові активи. Або можна витрачати більше, випускаючи фінансові зобов'язання і поступово тонути в боргах. Проте на рівні окремого домогосподарства та окремого суб'єкта господарювання причинно-наслідковий зв'язок переважно відштовхується від доходів і йде у напрямку витрат. Це усталена логіка, навіть якщо відповідність між двома потоками (між доходами та витратами) недосконала. Підстав уважати, ніби чиїсь власні витрати істотно визначають чийсь власний дохід, обмаль, а тому ми робимо висновок, що на індивідуальному рівні причинно-наслідковий зв'язок іде головно від доходів до витрат.

Дефіцити створюють фінансове багатство. Далі слід пояснити, як на індивідуальному рівні формується причинно-наслідковий зв'язок щодо накопичення фінансового багатства. Так, якщо громадянин або домогосподарство чи суб'єкт господарювання вирішить витрачати більше за свої доходи (тим самим запроваджуючи дефіцит свого бюджету), щоб оплатити покупку, він позичить гроші або, іншими словами, випустить власні фінансові зобов'язання. Ці зобов'язання, відповідно, накопичуватимуться як фінансове багатство інших суб'єктів економіки, які заощаджують. Ними можуть бути інші домогосподарства, компанії чи навіть уряд. Звичайно, щоб таке накопичення чистого фінансового багатства відбулося, з одного боку, потрібна одна родина чи підприємство, що готові працювати в режимі фінансового дефіциту, а з другого — інша родина, підприємство чи уряд готові накопичувати фінансове багатство як зобов'язання тих, хто витрачає шляхом створення дефіциту. Недарма кажуть, що танго танцюють удвох. Однак ініціатор створення чистого фінансового багатства — саме особа, яка, здійснюючи власні витрати, вирішує дотримуватися фінансового дефіциту. Хай як сильно інші суб'єкти економіки прагнуть накопичувати фінансове багатство, вони ніколи не зможуть досягти бажаного, допоки хтось не буде готовий підтримувати дефіцит.

Проте інше твердження теж правдиве: домогосподарство або суб'єкт господарювання не зможе витрачати через дефіцит свого фінансового балансу, якщо зіткнеться з двома труднощами. По-перше, невідомо, чи суб'єктові вдасться продати накопичені фінансові активи, ліквідність яких може бути сумнівною з різних причин. По-друге, хтозна, чи знайдеться

потенційний кредитор, який погодиться тримати його нові фінансові зобов'язання. Можна припустити, що принаймні деякі окремі домогосподарства та суб'єкти господарювання (як усередині країни, так і зовні), а також уряд схильні (чи прагнуть) накопичувати чисте фінансове багатство. Це зовсім не означає, що кожна окрема компанія або родина матиме можливість випускати боргові зобов'язання, щоб підтримувати дефіцит свого фінансового балансу. Але сприятиме тому, що чимало таких компаній та родин знайдуть охочих кредиторів (власників їхніх боргів). І якщо уряд суверенний, він має особливу силу — збирати податки, — яка практично гарантує, що приватний сектор (домогосподарства та суб'єкти господарювання) хотітиме нагромаджувати активи у формі боргових зобов'язань уряду. Цю тему ми обговоримо пізніше.

Таким чином, причинно-наслідковий зв'язок економічних відносин, без сумніву, складний. І оскільки «танго танцюють удвох», напрямок логіки причинно-наслідкового зв'язку такий: на підставі індивідуальних рішень про витрати в межах дефіциту відбувається накопичення фінансового багатства, а на підставі боргів в економіці формується фінансове багатство. Крім того, накопичення фінансового багатства — це результат профіциту бюджету, тобто потоку заощаджень, а тому ми можемо зробити й більш розгорнутий висновок. Логіка причинно-наслідкового зв'язку розширюється: заощадження відбувається на підставі індивідуальних рішень про витрати в межах дефіциту, адже суб'єкт економіки, який витрачає через дефіцит, забезпечує фінансове багатство для інших суб'єктів, що підтримують профіцит.

Сукупні витрати зумовлюють сукупний дохід. На агрегованому рівні, коли розглядається економіка в цілому, причинно-наслідковий зв'язок очевидніший. Суспільство за власним бажанням одержує більший дохід, але воно може ухвалити рішення витрачати більше. Крім того, хтось і десь має отримати всі витрати як дохід.

Зрештою, і про це вже йшлося раніше, витрати не обов'язково обмежуються доходом, бо домогосподарства, компанії чи уряд мають можливість витрачати більше за дохід. Справді, будь-який із трьох основних секторів економіки може мати дефіцит, і тоді принаймні один з решти двох матиме профіцит. Проте на агрегованому рівні, загалом по економіці, неможлива ситуація, коли б витрати відрізнялися від сукупного доходу, бо сума секторальних балансів повинна дорівнювати нулю. Тому, розглядаючи економіку в агрегованому стані, з усіх цих причин ми повинні розвернути на 180 градусів логіку причинно-наслідкового зв'язку між витратами й доходами. На індивідуальному рівні доходи спричиняють витрати, тоді як на агрегованому рівні витрати спричиняють дохід.

Дефіцити в одному секторі зумовлюють надлишки в іншому. Ми вже показали, що дефіцит одного сектору дорівнює профіциту в іншому секторі(-ах). Якщо розділити економіку на три сектори (внутрішній приватний, внутрішній державний та зовнішній), то коли один сектор має дефіцит, принаймні один інший повинен дотримуватися профіциту. Вислів «танго танцюють удвох» актуальний так само, як і в нашому аналізі фінансового балансу на індивідуальному рівні: один сектор не може мати дефіциту, якщо жоден інший сектор не працюватиме з профіцитом. Аналогічно можна сказати, що один сектор не може випускати боргових зобов'язань, якщо жоден інший сектор не готовий накопичувати боргові інструменти.

Звичайно, утримувачами більшості боргових зобов’язань, випущених у певному секторі будуть інші особи в тому самому секторі. Наприклад, якщо ми подивимося на фінанси внутрішнього приватного сектору, то виявимо, що більшу частину боргу бізнесу утримують вітчизняні суб’єкти господарювання й домогосподарства. У термінології, яку ми використовували раніше, — це «внутрішній борг» тих суб’єктів господарювання й домогосподарств, які працюють у режимі дефіциту бюджету. Він утримується як «внутрішнє багатство» тих домогосподарств і суб’єктів господарювання, що підтримують профіцит свого фінансового бюджету. Однак якщо внутрішній приватний сектор у цілому витрачає більше за свій дохід, він повинен видати «зовнішній борг», який як «зовнішнє багатство» утримуватиме щонайменше один із двох інших секторів (внутрішній державний сектор або зовнішній сектор). З огляду на те, що причина дефіциту бюджету — це бажання витрачати більше за наявний дохід, логіка причинно-наслідкового зв’язку здебільшого йде від дефіциту до профіциту і від боргу до чистого фінансового багатства. Доки ми визнаємо, що жоден сектор не може мати дефіциту, якщо інший не хоче мати профіцит, це, звичайно, не проблема, адже існує природна схильність до заощадження чистого обсягу фінансових активів. Іншими словами, існує бажання накопичувати фінансове багатство — по суті, чиєсь фінансове зобов’язання.

Висновок

Перш ніж рухатися далі, підкреслимо, що вся інформація в цьому розділі стосується макроекономічного обліку будь-якої країни. І хоч приклади ми наводили в доларах США, всі висновки слушні незалежно від того, яка валюта використовується. Наше основне рівняння макроекономічного балансу

Баланс внутрішнього приватного сектору + Баланс внутрішнього державного сектору + Баланс зовнішнього сектору = 0

підходить для обліку секторальних балансів будь-якої країни з будь-якою грошовою одиницею. У межах певної країни суб’єкти економіки можуть здійснювати рухи фінансових активів (які зумовлюють накопичення фінансових активів) в іноземній валюті. У такому разі в цій іноземній валюті буде складене і макроекономічне рівняння.

Зверніть увагу, що нічого не зміниться, якщо розширити нашу модель і включити в неї низку різних країн, кожна з яких випускає свою власну валюту. У такому випадку ми складемо рівняння макроекономічного балансу як для кожної із цих країн, так і для кожної з валют. Окремі компанії чи домогосподарства (або й уряди різних країн) можуть накопичувати чисті фінансові активи, номіновані в кількох валютах; і навпаки, окремі компанії чи домогосподарства (або уряди) також можуть збільшувати свої боргові зобов’язання, номіновані в різних валютах. Наша модель може бути ускладнена: наприклад, суб’єкт економіки матиме дефіцит в одній валюті й профіцит в іншій (випускаючи боргові зобов’язання в

одній валюті та нагромаджуючи багатства в іншій). Незважаючи на це, для кожної країни і для кожної валюти згадане рівняння макроекономічного балансу буде істинним.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: У посібнику ви стверджуєте: «Незалежно від того, як сильно інші суб'єкти економіки прагнуть накопичувати фінансове багатство, вони ніколи не зможуть досягти бажаної мети, допоки хтось не буде готовий дотримуватися дефіциту». Але як щодо небажаного накопичення із запасів готової продукції?

Відповідь: Уявімо, що компанія виробляє якісь «дрібниці», щоб «реалізувати» їх у грошовій формі. Іншими словами, вона хоче продати їх, щоб урешті-решт банк, що її обслуговує, здійснив бухгалтерську проводку з кредитування (зарахування) певної суми грошей на її поточний рахунок. Якщо компанія не зможе продати свою продукцію, її буде додано до запасів. А в статистичному обліку під час щоквартального обрахунку ВВП таку продукцію буде зараховано до валового нагромадження капіталу або, коротко, до інвестицій. Проти цієї статистичної операції буде зарахований протилежний до заощаджень потік. У межах приватного сектору збільшення інвестицій дорівнює збільшенню заощаджень (тут робиться припущення, що державний та зовнішній сектори мають незмінні залишки у своїх фінансових балансах). Ця операція загалом ніяк не впливає на баланс приватного сектору (який включає в себе домогосподарства та суб'єкти господарювання). Але уявімо собі, що ці «дрібниці» замовили іноземці. У такому разі наша уявна компанія продає їх, отримуючи гроші шляхом банківської бухгалтерської проводки з кредитування свого поточного рахунку на відповідну суму, і в результаті цієї операції не відбувається ніякого збільшення внутрішніх інвестицій. Натомість зростає обсяг експорту — у статистичних даних робиться позитивний запис до рахунку поточних операцій платіжного балансу. Не звертаючи уваги на всі інші облікові записи, внутрішній приватний сектор економіки отримує профіцит на свій баланс (збільшуються заощадження), а зовнішній сектор в агрегованому вигляді «витрачає шляхом дефіциту».

Цей приклад не дає відповіді на всі можливі запитання, що випливають із вищесказаного. Далі ми ознайомимось із підходом «монетарного кругообігу» та зрозуміємо, як наша уявна компанія фінансувала виробництво «дрібниць» і що з нею станеться, якщо вона не «реалізує» їх за грошові знаки. Ви можете розглядати «заощадження» сектору домогосподарств як аналог небажаного накопичення запасів нашим уявним виробником «дрібниць». Однак виробництво «дрібниць» формує дохід домогосподарства, що зайнятий у виробництві, у вигляді заробітної платні. Цей дохід може бути спожитий або заощаджений. Звичайно ж, компанії сподіваються, що працівники взагалі не заощаджуватимуть, адже це означатиме втрату потенційного продажу. Якщо ж домогосподарства справді заощаджуватимуть, «дрібниці» будуть переходити до запасів, які статистично обліковуватимуться як інвестиції. Натомість компанія згодом опиниться у скрутному становищі та не зможе оплатити своїх витрат. Але іноземці або уряд можуть втрутитися, щоб компенсувати брак попиту, купуючи «дрібниці», які в іншому разі накопичувалися б як непродані запаси.

Запитання: Чи справді витрати визначаються рівнем доходу? Як щодо отримання споживчих позик?

Відповідь: Звичайно, заможним людям справді досить легко витрачати, навіть якщо їхній потік доходу дорівнює нулю: вони можуть розпродати активи або взяти під них позику (передаючи їх у заставу банку). Але для багатьох родин твердження, що дохід визначає витрати, переважно слушне. І це не суперечить здоровому глузду для більшості людей. Однак існує вагоміший теоретичний аспект: ми повинні розуміти, що на агрегованому рівні причинно-наслідковий зв'язок формується у зворотному напрямку. Дохід моєї родини, як правило, визначається рішенням мого роботодавця витратити кошти на мою зарплатню. Таким чином, споживання домогосподарства насправді значною мірою залежить від його доходу. Споживання називається «спричиненими витратами» (тобто спричиненими збільшенням доходів). Дохід домогосподарства також звідкись береться. В основному з витрат суб'єктів господарювання та уряду на зарплатню. Крім того, він може походити з відсотків та приросту капіталу на акумульовані фінансові активи. Компанії, зі свого боку, здійснюють витрати на очікуванні майбутнього продажу, які залежать від витрат домогосподарств, іноземців, уряду чи інших компаній. Також існують державні, інвестиційні та експортні витрати, які принаймні до певної міри «автономні» від доходу (не так сильно залежать від сьогоднішнього доходу). Усе це важливі питання як для розуміння поточної ситуації, так і для прогнозів економічних показників у майбутньому. Є також логічний аспект: суспільство може ухвалити рішення витрачати більше, але не може за власним бажанням одержувати вищий дохід (якщо воно не витрачає більше). Таким чином, на агрегованому рівні витрати логічно передують доходу.

Запитання: А хіба не ощадливі люди зумовлюють дефіцит державного бюджету? Якщо домогосподарства почнуть заощаджувати і не витрачатимуть, то ВВП знизиться, що зменшить податкові надходження і таким чином спричинить дефіцит державного бюджету.

Відповідь: Слушне питання. Звичайно, «танго танцюють удвох». Для того щоб державний сектор міг витрачати, підтримуючи бюджетний дефіцит, потрібен недержавний сектор, готовий до збільшення чистих заощаджень. Інакше державні витрати підвищуватимуть витрати недержавного сектору доти, доки податки не збільшаться настільки, що збалансують бюджет уряду.

1.3. Залишки, рух фінансових активів та баланс: аналогія з проточною системою

Кожен елемент у балансі суб'єкта господарювання, домогосподарства або уряду обліковує актив чи зобов'язання за його поточним обсягом49. Це залишок, тобто міра вартості на конкретний момент часу. Залишки залежать від руху фінансових активів, адже вхідний рух

(надходження) призводить до накопичення залишку, а вихідний рух (відтік) — до зменшення.

Можливо, найкращий спосіб зрозуміти ці процеси — розглянути їх як найпростішу проточну систему — кран та ванну, що має ємність для наповнення водою та стічний отвір. Нижче зображено ванну, наполовину заповнену водою. Вода у ванній називається залишком, або запасом води. Наразі вода з крана не подається (не тече) у ванну, і водночас закритий стічний отвір на дні ванни. Таким чином, запас води залишається незмінним. Це початковий об'єм води і його буде взято за точку відліку.

Стабільний рівень води у ванні схожий на суб'єкта економіки, що має депозит до запитання на банківському поточному рахунку (залишок депозиту), який не зростає (немає надходження нових коштів на депозит) та не витрачається (немає відпливу коштів із депозиту). Крім того, цей приклад підходить і до поточних фінансових зобов'язань такого суб'єкта економіки: вони не збільшуються (суб'єкт не нагромаджує нових боргів) і не зменшуються (не відбувається погашення поточних боргів).

Що буде, якщо ми раптом відкрутимо кран? Вода тектиме у ванну, збільшуючи залишок води.

Аналогічно відбувається отримання грошового доходу та його заощадження, коли обсяг депозиту на банківському поточному рахунку зростає. Інший приклад — придбання нового автомобіля, коли водночас ви залишаєте собі й старий. У результаті кількість (бухгалтерською мовою: залишки) автомобілів, які перебувають у власності родини, збільшиться.

Звісно, якщо тепер ми закриємо кран і відкриємо стічний отвір, вода витікатиме з ванни. Запас води знижуватиметься, допоки там нічого не залишиться. Якщо говорити банківською мовою, суб'єкт економіки перестає отримувати регулярний дохід, але продовжує витрачати. Цей процес називається витрачанням заощаджень і призводить до поступового зменшення депозиту на банківському поточному рахунку аж до повної розтрати коштів. Аналогічно якщо хтось поступово виплачує свої борги й не залазить у нові, згодом його зобов'язання зменшуються аж до цілковитого розрахунку з кредитором.

І нарешті, коли і кран, і стічний отвір відкриті, об'єм води у ванні зростатиме, якщо води з крана надходить більше, ніж витікає у стічний отвір. Мовою банківських депозитів це означає, що коштів на рахунок надходить більше, ніж витрачається, тому суб'єкт економіки врешті-решт заощаджує. Нові заощадження додаються до залишку депозиту на поточному рахунку. Якщо ж суб'єкт витрачає більше за свій дохід, то розтрати виснажують його банківський рахунок. Й аналогічно із ванною:

якщо в стічний отвір води витікає більше, ніж набігає з крана, ванна спорожніє.

Одне з головних завдань системи національних рахунків50 (рахунки фінансових потоків, рахунки доходу та виробництва) — облік усіх фінансових потоків і запасів для всіх активів та зобов'язань внутрішнього приватного, внутрішнього державного та зовнішнього секторів. Для оцінювання запасів і потоків використовується загальна міра — грошова одиниця розрахунку (долар США, євро тощо). Грошовий еквівалент не завжди можна використовувати як універсальну міру, адже буває складно визначити грошову цінність деяких запасів і потоків. Деякі речі взагалі не можливо купити. Яку монетарну цінність має, скажімо, вуличне освітлення? А як щодо громадського парку? Яка цінність овочів, які родина виростила на власному городі для власного споживання? Інша причина в тому, що деякі надходження й витрати не підлягають обліку (коли водопровідні труби протікають чи вода просто випаровується з ванної). Деякі люди гублять готівку; чийсь старий автомобіль можуть вкрасти і розбити, а його власник не повідомляє поліції чи страховій компанії про інцидент. Якщо ж говорити узагальнено, то в «тіньовій» частині економіки існує чимало видів економічної діяльності, які ніколи й ніде не обліковуються. Тож на практиці під час обліку завжди виникатимуть статистичні розбіжності, зумовлені складністю обрахунку чи браком даних.

Інше завдання системи національних рахунків — розібратися, як різні сектори економіки пов'язані між собою. Наприклад, коли уряд витрачає кошти на купівлю товарів і послуг (G), це зумовлює ріст доходів у приватному секторі. З другого боку, податки (T) виснажують приватний сектор. На наведеній нижче схемі G перевищує T, тому заощадження приватного сектору зростають.

У цьому спрощеному прикладі уряд витрачає через дефіцит, а приватний сектор заощаджує, тому об'єм води у ванні збільшується. Ця ілюстрація пояснює першу частину загальновідомої бухгалтерської тотожності, що стосується національного доходу та рахунків виробництва:

S ? (G ? T)

Потік заощаджень приватного сектору (S) насправді дорівнює розміру дефіциту державного сектору (G ? T). Вони ніколи не відрізняються (звідси й знак рівності у три риски, що означає «тотожне рівняння»).

Власне, це рівняння справедливе для економіки двох секторів — державного та сектору домогосподарств51. Додавання суб'єктів господарювання до сектору домогосподарств буде еквівалентне відкриттю ще одного крана над ванною, з якого лине додатковий потік води. В економіці

він представлений інвестиційними витратами суб'єктів господарювання. Це розширює наше рівняння до: S ? (G ? T) + I, де I — приватні внутрішні інвестиції.

Якби ми додали зовнішній сектор, то для прикладу із ванною нам потрібен був би ще один, уже третій, кран (експорт) і другий стічний злив (імпорт). Тоді наше рівняння набуло б такого вигляду: S ? (G ? T) + I + NX, де NX — це чистий експорт (експорт мінус імпорт). У такий спосіб ми вивели математичну тотожність для заощаджень в економіці.

1.4. Дефіцити державного бюджету здебільшого недискреційні: приклад Великої рецесії 2007 року

У попередніх параграфах ми розглянули макроекономічну тотожність секторальних балансів і з'ясували, що сума фінансових балансів — дефіцитів та профіцитів — усіх трьох секторів (внутрішнього приватного, державного та зовнішнього) має дорівнювати нулю. Ми також намагалися пояснити особливості причинно-наслідкового зв'язку, адже недостатньо лише знати математичне рівняння. І ми стверджували, що коли на індивідуальному рівні витрати домогосподарства багато в чому залежать від його доходу, то на рівні економіки загалом працює зворотний зв'язок: витрати визначають дохід.

Індивідуальні домогосподарства, безумовно, можуть ухвалити рішення витрачати менше, щоб примножити власні заощадження. Але якби всі домогосподарства бодай спробували витрачати менше, це призвело б до скорочення сукупного споживання й національного доходу. Суб'єкти господарювання скоротили б виробництво, позвільняли працівників, обмежили б фонд заробітної плати, що знизило б доходи домогосподарств. Це добре відомий «парадокс ощадливості» Кейнса — намагання збільшити заощадження за рахунок скорочення сукупного споживання не дасть бажаної мети, а навпаки знизить сукупні доходи. Цю тему ми докладно розглянемо нижче в блоці-довідці «Парадокс ощадливості та інші помилки композиції».

Однак, з огляду на суспільну істерію навколо бюджетного дефіциту уряду, що спалахнула як у Сполучених Штатах, так і в багатьох інших країнах після Великої фінансової кризи 2007–2008 років, одне питання все ж таки потребує розгорнутого пояснення. У той час державні витрати на соціальні потреби (наприклад, на допомогу з безробіття) стрімко злетіли, а податкові надходження впали. Швидко зріс дефіцит, і поширилися страхи про можливу неплатоспроможність чи банкрутство уряду. Ба більше, страхи переросли у спроби скоротити державні витрати (і, можливо, збільшити податки) задля зменшення дефіциту. У суспільних дискусіях (зокрема в Сполучених Штатах, Великобританії та Європі52) превалює думка, що дефіцит державного бюджету — дискреційний53. Мовляв, якби уряд доклав потрібних зусиль54, то міг би скоротити дефіцит державного бюджету.

Проте той, хто пропонує скоротити дефіцит державного бюджету, має бути готовий спрогнозувати вплив цього заходу на фінансові баланси інших секторів (приватного і зовнішнього), адже згідно з макроекономічною тотожністю секторальних балансів, дефіцит державного сектору не може бути зменшений, допоки не зменшиться профіцит приватного або зовнішнього сектору (зворотний бік дефіциту внутрішнього поточного рахунку). У цьому параграфі ми розглянемо зростання дефіциту державного бюджету США від початку Великої фінансової кризи. Головне питання, на яке ми спробуємо знайти відповідь, звучить так: чи був і чи може бути державний дефіцит під дискреційним контролем? Якщо ні, то запитання виникнуть уже до винуватців істерії навколо скорочення дефіциту.

Після Великої фінансової кризи 2008 року багато країн опинилися в ситуації, коли дефіцити їхніх державних бюджетів різко зросли (див. графік 1.1, який ілюструє стан економіки США). У той час як експерти та оглядачі пояснювали це як результат різних урядових програм із фіскального стимулювання економіки55 (наприклад, у США це були термінові заходи з порятунку автомобільної промисловості та фінансового сектору з Волл-стрит; в Ірландії рятували комерційні банки), основна частка зростання дефіциту в більшості країн припала саме на так звані автоматичні стабілізатори56 і, відповідно, не залежала від дискреційних витрат.

Поданий нижче графіка добре унаочнює ситуацію в Сполучених Штатах. Він показує темпи зростання податкових надходжень (здебільшого автоматичні), споживчих витрат уряду (певною мірою дискреційні) і трансфертних платежів (знову ж таки переважно автоматичні) порівняно з тим самим кварталом попереднього року.

У 2005 році податкові надходження федерального уряду були обнадійливі: показник приросту в понад 15 % значно перевищував темпи зростання ВВП у номінальному вираженні57. Водночас державні витрати зростали трохи більше ніж на 5%. У результаті цього в недержавному секторі скорочувався дохід, що залишається після сплати податків на прибуток. Таке посилення фіскальної політики (так званий фіскальний тягар) часто супроводжується спадом. І спад, що припав на Велику фінансову кризу 2007–2008 років, не став винятком. Коли криза почала розгортатися, дефіцит бюджету зріс автоматично. Споживчі витрати уряду залишалися відносно стабільними впродовж періоду спаду (після короткого підвищення в 2007–2008 роках), темпи зростання податкових надходжень різко знизилися наприкінці 2007 року і згодом протягом 2008-го почали швидко скорочуватися від 4 % у I кварталі до більш ніж 13 % у IV кварталі. Максимальне скорочення податкових надходжень на майже 27 % було зафіксоване в II кварталі 2009 року58. Обсяг податкових надходжень та й уся економіка зазнали глибокого падіння.

Після 2007 року трансфертні платежі стрімко зросли на 26 % у II кварталі 2008 року59 і впродовж наступних семи кварталів60 зростали середніми темпами — до понад 10 % — переважно через глибоку кризу в економіці. Зниження податків та одночасне збільшення трансфертних

платежів автоматично підштовхнуло бюджет до більшого дефіциту, незважаючи на стабільні споживчі витрати уряду. Саме завдяки автоматичним стабілізаторам — а не програмам зі стимулювання економіки чи порятунку її окремих галузей (автовиробників та банків) — економіка США не опинилася у вільному падінні, як це було під час Великої депресії 30-х років XX століття. З уповільненням економіки бюджет уряду автоматично пішов у дефіцит, створюючи фундамент для зупинки падіння та підтримки сукупного попиту в економіці.

З контрциклічними витратами і проциклічними податками державний бюджет діє як потужний автоматичний стабілізатор: дефіцит різко зростає в умовах економічного спаду.

Після краху світової економіки в 2008–2009 роках сектор домогосподарств у США почав економити (що типово для рецесії), і його заощадження різко зросли. Повільне відновлення економіки було головною причиною швидкого зростання дефіциту бюджету, спричиненого посиленим прагненням заощадити в секторі домогосподарств. Графік 1.2 добре ілюструє ці процеси.

Цей графік свідчить про тенденцію до досить суттєвого скорочення рівня заощаджень домогосподарств у США, починаючи із середини 1980-х років. Заощадження впали з понад 10 % від наявного особистого доходу практично до нуля в 2005 році. Пояснення причин такого розвитку подій виходить за межі цього розділу; зауважимо лише, що зворотним боком медалі стало зростання заборгованості домогосподарств. Після Великої фінансової кризи 2007–2008 років ці економічні процеси стали кардинально протилежними: домогосподарства почали дедалі більше заощаджувати, наче повернувся 1992 рік61. Схильність американців заощаджувати пояснюється як втратою робочих місць, розміром доходів (що в кращому випадку для більшості громадян не зростають), так і загальною невпевненістю. Зверніть увагу, що рівень заощаджень домогосподарств у відсотках від наявного особистого доходу — це не те саме, що й фінансовий баланс підсектору домогосподарств. Останній входить у наше рівняння балансу трьох секторів як частина балансу внутрішнього приватного сектору62. І тому, незважаючи на те, що рівень заощаджень домогосподарств позитивний, з погляду фінансових потоків домогосподарства фактично витрачають більше за свій дохід. Докладніші пояснення наведено в підрозділі-довідці наприкінці цього розділу.

Щоб зменшити дефіцит державного сектору США з близько 9 % від ВВП (якого він сягнув після Великої фінансової кризи63) і досягти балансу, потрібна була б аналогічна зміна у фінансових балансах приватного та зовнішніх секторів, але в протилежному напрямку — з профіциту до балансу64. Для фінансових балансів основних секторів економіки така зміна без перебільшення колосальна. Проблема в тому, що насправді спроби збалансувати бюджет за рахунок скорочення державних витрат або збільшення податків може призвести до зниження темпів економічного зростання. А це, ймовірно, скоротить дефіцит рахунку поточних операцій. Останнього можна досягти двома шляхами: або через

зниження зарплати й цін у США, що зробить американський експорт більш конкурентоспроможним, або девальвувавши американський долар. Зрештою, і те, і те загрожує американцям збідненням і втратою можливості купувати імпортні продукти. Зверніть увагу, що всі ці заходи для американців болісні. Але й вони можуть не спрацювати, адже вимагають від Сполучених Штатів уповільнити власну економіку, не впливаючи при цьому на світову; якщо ж зростання світової економіки сповільниться, то й експорт США, очевидно, не зросте.

Підсумуймо основні моменти цього розділу. По-перше, сума фінансових балансів трьох ключових секторів економіки дорівнює нулю. Це означає, що неможливо змінити фінансовий баланс одного сектору, не змінивши щонайменше одного фінансового балансу інших секторів. По-друге, на агрегованому рівні витрати переважно визначають дохід. Якийсь сектор економіки може витрачати більше за свій дохід, але це означає, що інший сектор витрачає менше за свій дохід. Якщо державні витрати можна розглядати як більш-менш дискреційні, то доходи держави від податків (еквівалент доходу для уряду) багато в чому залежать від стану економіки65. Як випливає зі сказаного, податкові надходження часто коливаються і рухаються проциклічно (швидко зростають під час економічного підйому і так само швидко йдуть донизу, коли економіка на спаді).

Уряд завжди може ухвалити рішення витрачати більше (хоч і існують політичні обмеження) і завжди може підвищити ставки оподаткування (знову ж таки, зважаючи на політичні обмеження), але він не може вирішити, якими саме будуть його податкові надходження, адже для змінних, які перебувають поза контролем уряду (таких як доходи, продаж, багатство тощо), ми застосовуємо ставку податку. І це означає, що бюджетний результат — профіцит, збалансований бюджет або ж дефіцит — насправді недискреційний.

Що ж до зовнішнього сектору, то держава майже не контролює експорт (ми говоримо, що попит на експорт «екзогенний», або «автономний від внутрішнього доходу»). Він залежить від багатьох чинників, зокрема від економічного зростання в інших частинах світу, від обмінних курсів валют, від торговельної політики і відносних цін, рівня заробітних плат. До того ж спроби збільшити експорт, швидше за все, спричинять відповідні кроки за кордоном66. Внутрішні економічні результати можуть справді вплинути на експорт, а от економічна політика впливає на нього слабко. Повільне зростання такої економіки, як у США — світового лідера із внутрішнього попиту і, відповідно, великого імпортера, може уповільнити глобальне зростання, а це, відповідно, ускладнить збільшення експорту із самих Сполучених Штатів.

З другого боку, імпорт багато в чому залежить від внутрішнього доходу. Крім того, на нього впливають валютні курси, відносна зарплата, ціни і торговельна політика. Знову ж таки, якщо Сполучені Штати намагатимуться скоротити імпорт, це майже напевне призведе до відповідних кроків країн — торговельних партнерів, які дотримуються експортоорієнтованої економічної політики щодо зростання. Імпорт теж переважно проциклічний. Тому ми робимо висновок, що стан поточного рахунку платіжного балансу країни67 (хай що це — дефіцит, профіцит чи збалансований стан) так само значною мірою недискреційний.

А що тоді «дискреційне»? Відповідь: внутрішні витрати домогосподарств, компаній та уряду здебільшого дискреційні. І витрати багато в чому визначають наш дохід.

Секторальні баланси слід розглядати переважно як недискреційні, адже вони залежать у дуже складний спосіб як від дискреційних змінних, так і недискреційних, а також від обмежень, установлених самим макроекономічним рівнянням, за яким фінансові баланси трьох секторів дорівнюють нулю. З огляду на це, найдоцільніше заохочувати витрати, які використовуватимуть внутрішні наявні ресурси економіки на межі повної потужності. При цьому такий стан економіки оптимально визначатиме структуру дефіцитів та профіцитів серед трьох основних секторів. Далі ми аргументуємо, якою повинна бути вдала внутрішня політика: її пріоритетом мусить бути забезпечення повної зайнятості та цінової стабільності, а не фокусування на досягненні певного розміру державного дефіциту чи лімітів на рівень державного боргу, які так чи інакше переважно недискреційні.

Блок: Парадокс ощадливості та інші помилки композиції

Помилка композиції — одне з найважливіших понять у макроекономіці — означає, що твердження або висновок, справедливі для окремої людини або родини, можуть бути хибними для суспільства загалом.

Найвідоміший приклад — парадокс ощадливості: якщо людина або її родина може заощадити більше, скоротивши витрати (на споживання), суспільство може заощадити більше, тільки більше витрачаючи (наприклад, на інвестиції). Цей приклад розкриває помилку композиції.

Студенти й решта людей, які не вивчали макроекономіки, природно екстраполюють власний досвід на питання суспільства й економіки в цілому. Це часто призводить до помилкових композицій. Звичайно, вони характерні не лише для економіки. У переповненому кінотеатрі кілька осіб зможуть швидко вийти з приміщення, але всі разом ми не здатні цього зробити.

Будь-яка людина може збільшити заощадження, скоротивши свої витрати на споживання товарів та послуг. Допоки таке рішення не впливає на доходи людини (немає жодних підстав вважати інакше), вона менше споживає і більше заощаджує. Приклад, який я завжди наводжу, описує ситуацію з уявною особою на ім’я Мері, яка щодня їсть гамбургери в місцевій мережі фаст-фуду. Одного дня вона вирішує відмовитися від одного гамбургера на тиждень, щоб трохи заощадити. Звичайно, якщо вона діятиме за планом, то щотижня примножуватиме свої заощадження (фінансове багатство).

Питання ось у чому: а що, коли всі робитимуть те саме, що й Мері? Чи зменшення споживання гамбургерів примножуватиме сукупні заощадження, тобто фінансове багатство?

Відповідь — ні. Але чому? Оскільки мережі ресторанів швидкого харчування не продаватимуть достатньо гамбургерів, вони почнуть

звільняти працівників і скоротять замовлення на хліб, м’ясо, кетчуп, соління тощо.

Усі, хто залишаться без роботи, матимуть нижчі доходи й будуть змушені скорочувати свої власні заощадження. Можна використовувати поняття мультиплікатора, щоб показати, що цей процес зупиняється, коли сума зменшених заощаджень усіх працівників, що втратили роботу, дорівнює сумі збільшених заощаджень тих, хто став споживати менше гамбургерів. У результаті на агрегованому рівні накопичення заощаджень (фінансового багатства) не відбулося.

Звісно, це простий і навіть безглуздий приклад. Але основне пояснення в тому, що коли ми бачимо, як якась людина примножує заощадження, то можемо сміливо ігнорувати будь-які макроекономічні ефекти. Вони такі незначні, що майже не впливають на економіку в цілому.

Але якщо примножити заощадження намагається кожен, ми не можемо ігнорувати наслідки скорочення витрат на економіку загалом. Це і є наш висновок.

1.5. Облік реальних активів vs фінансовий (або номінальний) облік

Досі в цьому розділі ми зосереджувалися на обліку фінансових потоків і запасів. Це природно для посібника, присвяченого «сучасним грошам». Часто кажуть, що «гроші змушують світ обертатися», а основна мета виробництва в капіталістичній економіці — звісно, отримання прибутку. Тобто мета реалізувати грошові надходження від продажу товарів та послуг, що є більшими за грошові витрати. Це твердження справедливе для величезної частини нашої сучасної економіки.

І все-таки виробляються й «реальні речі», та й саме життя було б неможливим без виробництва споживчих товарів і послуг. Іншими словами, економіст також повинен перейматися «процесом запасання»68, який сам по собі теж важливий. Але зауважимо, що більша частина цього процесу відбувається за межами ринків і безпосередньо не пов’язана з грошима.

Як же обліковувати реальні речі? Це і є тема цього параграфа.

Грошова одиниця держави — зручний засіб вимірювання фінансових надходжень, зобов’язань і чогось доволі езотеричного під назвою «цінність». Читач, імовірно, усвідомлює активно-пасивну характеристику цих відносин. Скажімо, я як громадянин Сполучених Штатів повинен сплачувати податки уряду, і вони вимірюються в доларах США. Це моє фінансове зобов’язання й водночас актив для уряду. Можна зробити відповідний обліковий запис, наприклад, в електронному державному фінансовому балансі. Крім того, я маю доларові депозити в банку. Це — боргові зобов’язання банку і мій актив (вони також існують лише як

електронні записи в комп'ютерній системі, в якій мій банк обліковує свій фінансовий баланс).

«Цінність» — складніше поняття. Потрібна одиниця, за допомогою якої можна вимірювати різнорідні речі. Для цього не підходить колір, вага, довжина, щільність тощо. З причин, на яких я зараз не зупинятимуся, за одиницю обліку ми зазвичай приймаємо державну грошову одиницю. Інакше ми вимірювали б цінність речі, беручи до уваги тільки власне її особливості. Наприклад, доволі легко виміряти цінність цукру в категоріях цукру: вага для цього підходить якнайкраще. Якщо кристали цукру однорідні, ми навіть зможемо їх порахувати. Однак зазвичай ми вимірюємо цукор об'ємом — принаймні коли куховаримо. Але ми не можемо просто сказати «чашка»: потрібно уточнити — «чашка цукру», а потім пояснити, що мається на увазі під «цукром».

Після цього я міг би позичити у вас чашку цукру, і ми оформили б це зобов'язання на папері, де я власноруч написав би: «Я винен вам чашку цукру»69. Також можна було б за згодою оформити розписку в доларах США, бо живемо в суспільстві з дуже високим рівнем монетизації. У цьому разі ми використовували б державну грошову одиницю або міру номінальної вартості (у США це долар) як одиницю обліку. Скажімо, ціна на цукор у магазині — близько долара за чашку, тому своє зобов'язання я оформив би в такий спосіб: «Я винен вам один долар». Я міг би повернути вам борг у доларах (тобто банкнотою, номінованою в доларах), чашкою цукру або ще чимсь, що ми домовилися б оцінювати в один долар.

Коли я почну підраховувати своє багатство, то візьму до уваги всі грошові боргові зобов'язання від банків, уряду, інших фінансових установ, родини, друзів тощо. Це моє валове фінансове багатство. До нього можуть, зокрема, належати розписки, виписані на мою користь (на кшталт «я винен вам чашку цукру»), якщо є раціональне сподівання, що завдяки їм я отримаю гроші — долари США. На противагу цьому я підраховую всі власні боргові зобов'язання перед банками, урядом, родиною та друзями. І знову ж таки, якщо я виписав IOU на чашку цукру, в якому платіж може бути конвертовано в долари США, я маю взяти до уваги і його. Якщо ж мої активи та пасиви на чашку цукру ніколи не будуть переведені в долари, то треба ставитися до них як до реальних активів і зобов'язань: я можу відняти зобов'язання від активів, щоб отримати чисте реальне багатство, виміряне в чашках цукру (про реальне багатство йтиметься далі). Моє чисте фінансове багатство дорівнюватиме різниці між валовим фінансовим багатством та всіма моїми борговими зобов'язаннями.

Безперечно, це не все, що я маю. У мене є власний будинок й автомобіль (і, можливо, ще трохи цукру в кухонній шафі). Уявімо, що за ці речі я маю виплатити борг, адже я придбав їх у кредит (виписав боргове зобов'язання на користь банку чи автомобільної фінансової компанії). Ці борги — частина моїх загальних фінансових зобов'язань, включених у наведені вище розрахунки. Але я виплачую свої IOU вже багато років, і тому залишкова вартість моїх зобов'язань набагато менша за поточну вартість автомобіля та будинку. Тому, щоб отримати валові активи, я обраховую поточну грошову вартість автомобіля й будинку і додаю її до своїх фінансових активів.

Оцінити будинок й автомобіль може буде досить складно: ця процедура має бути виконана за певними правилами бухгалтерського обліку. Але зараз це неважливо, головне — зрозуміти принцип. Ми беремо загальну вартість валових активів (фінансових плюс реальних) і, щоб отримати чисте багатство, віднімаємо зобов'язання (як правило, фінансові, однак деякі з них можуть бути представлені вищезгаданими зобов'язаннями з повернення реального активу чашки цукру). Отже, чисте багатство складається з реальних активів та чистого фінансового багатства. Таким чином, загальне чисте багатство буде більшим за чисте фінансове багатство, тому що я маю реальні активи (автомобіль, будинок і цукор).

Я міг би мати негативне чисте фінансове багатство, яке, будемо сподіватися, з лишком компенсується позитивними реальними активами. В іншому разі я потонув би70 в боргах. Унаслідок Великої фінансової кризи багато американців «потонули» через іпотечні кредити, бо після падіння цін на нерухомість наявний борг за іпотечним кредитом перевищив ринкову вартість їхнього будинку. Ми не можемо точно сказати, чи вони «потонули» з погляду свого загального багатства (для цього треба було б підрахувати вартість решти їхніх активів і зобов'язань), але, схоже, що багато хто з них — так.

У посібнику ми здебільшого зосереджуємося на монетарній частині економіки, адже це переважно і є капіталізм. Наша основна мета — з'ясувати, як «сучасні гроші» працюють у капіталістичній економіці. Зрештою, це посібник про сучасні гроші. Однак наголосимо, що «податки керують грошима» — див. параграф 2.3. Це твердження стосується і більш ранніх, не капіталістичних суспільств, які користувалися грошима.

Проте очевидно, що не вся продукція, яка виробляється в капіталістичному суспільстві, із самого початку відбувається за гроші і що не все робиться лише заради того, щоб одержати «ще більше грошей» або прибутку. Приблизно за дві години я збираюсь обідати і мити посуд. Я не отримаю грошей і взагалі не матиму жодного прибутку. Принаймні частина цього процесу «виробництва» справді починається з грошей: я купив майже всі інгредієнти для приготування їжі, воду й рідину для миття посуду. Але деякі інгредієнти (й особливо моя праця) не купуються.

Чи важливий цей вид продукції? Безперечно. Навіть у високорозвиненій капіталістичній економіці, як-то в економіці Сполучених Штатів, складно знайти приклади, коли якесь грошове виробництво може відбуватися без неоплаченої праці, що бере участь у «відтворенні робочої сили» (цей термін, запозичений у Маркса, можна замінити на інший: «підтримка сім'ї, яка постачає працівників»)71. Хатня робота, виховання дітей, відпочинок, мандрівки тощо здебільшого не пов'язані з грошовими трансакціями. Але ми можемо оцінювати ці неоплачувані види діяльності в грошах — і часто так і робимо. Ідеться не лише про вимір «потоку» (згадайте, про що ми говорили в попередніх параграфах) — щоденне миття домашнього посуду; ще є вимір «запасів» — процес набуття знань і навичок, яких наша молодь потребуватиме згодом (економісти називають це людським капіталом). Цей запас (що зростає) має бути доданий до наших «реальних активів» і відтак до нашого спільного чистого багатства. Очевидно, що ці речі дуже важко виміряти в доларах. А реалізувати в грошовій формі часто ще складніше. Ви, безумовно, маєте людський «капітал» — ваші навички, але продати його не можете.

Блок: Бухгалтерський облік на прикладі спрощених фінансових балансів

Фінансовий баланс активів і пасивів — це документ бухгалтерського обліку, який фіксує, чим володіє господарська одиниця і які в неї зобов’язання. Його спрощена форма має такий вигляд:

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

Фінансові активи (ФА)

Фінансові зобов’язання (ФЗ)

Реальні активи (РА)

Чиста вартість (ЧВ)

Баланс активів і пасивів має виконуватися, що означає, що існує така тотожність:

ФА + РА = ФЗ + ЧВ

Чисту вартість можна розглядати як залишкову змінну, що коригується для виконання цієї тотожності. Це означає, що чиста вартість — це різниця між активами та зобов’язаннями.

Фінансові активи — це фінансові вимоги до інших економічних агентів, а реальні активи — фізичні речі (автомобілі, будівлі, машини, кулькові ручки, столи, обладнання тощо). Фінансові зобов’язання — це вимоги інших економічних агентів до господарської одиниці.

Оскільки баланс має завжди виконуватися, будь-яка зміна в одному його компоненті зумовлює компенсувальну зміну щонайменше одного іншого компонента.

Домогосподарство купує автомобіль

Припустімо, сім’я купує автомобіль за 100 доларів, для чого виписує платіжне доручення для свого банку на перерахування цієї суми із власного рахунку на користь продавця. Залишок коштів на банківському рахунку домогосподарства зменшується на 100 доларів (?ФА: ?100$), а домогосподарство отримує автомобіль, що коштує таку саму суму (?РА: +100$):

Баланс домогосподарства

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (банківський рахунок) = ?100$

0

?РА (автомобіль) = +100$

Як бачите, сума всіх активів не змінилася: і зобов’язання, і чиста вартість лишилися такі самі. Домогосподарство може також сплатити частину вартості автомобіля (наприклад, 30 доларів) і взяти позику на покупку автомобіля (це призводить до збільшення фінансових зобов’язань):

Баланс домогосподарства

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (банківський рахунок) = ?70$

?ФЗ (автокредит) = +30$

?ФА (автомобіль) = +100$

Обидві сторони балансу збільшилися на 30 доларів, зберігаючи між собою рівність.

Вплив на інші частини приватного сектору в закритій економіці

Вище ми розглянули баланс домогосподарства ізольовано від інших суб’єктів економіки. Але коли домогосподарство купує нову машину, виробник автомобілів (нефінансова компанія) отримує кошти і водночас втрачає авто. Якщо домогосподарство позичило кошти, вимоги банку до нього дорівнюють 30 доларам, а домогосподарство використовує свій банківський депозит (70 доларів) та позику (30 доларів), щоб сплатити продавцеві за автомобіль. Тоді баланси двох інших суб’єктів економіки, залучених до купівлі автомобіля, такі:

Баланс нефінансового бізнесу (продавця автомобіля)

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (банківський рахунок) = +70$ +30$

?РА (автомобіль) = ?100$

Баланс банку

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (автокредит) = +30$

?ФЗ (банківський рахунок) = +30$

Зверніть увагу, що всі ці бухгалтерські облікові записи відображаються в балансі економічної одиниці та в балансі щонайменше однієї іншої економічної одиниці: домогосподарство позичило 30 доларів, а банк надав кредит на 30 доларів; домогосподарство купило автомобіль за 100 доларів, а продавець, позбувшись автомобіля вартістю 100 доларів, збільшив свій банківський депозит на 100 доларів тощо. Домогосподарства, банки та нефінансові компанії разом утворюють те, що ми називаємо приватним сектором. Якщо спробувати порахувати загальний вплив покупки автомобіля на приватний сектор, підсумувавши всі зміни у вказаних балансах, ми отримаємо такий агрегований баланс:

Агрегований баланс приватного сектору

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (банківський рахунок) = ?$70 + 100$

?ФЗ (банківський рахунок) = +30$

?ФЗ (автокредит) = +30$

?РА (автомобіль) = +100$?100$

?ФА (автокредит) = +30$

Таким чином, загальний вплив має такий вигляд:

Агрегований баланс приватного сектору

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (банківський рахунок) = +30$

?ФЗ (банківський рахунок) = +30$

?ФА (автокредит) = +30$

?ФЗ (автокредит) = +30$

Таким чином, приватний сектор винен сам собі 60 доларів. Якщо ми консолідуємо інші операції, що відбуваються у приватному секторі, на практиці це нічого не змінить: «Я винен тобі, а ти винен мені. Тож спишімо борги одне одного». У результаті «внутрішнє» фінансове багатство приватного сектору зводиться до нуля. Залишається тільки реальний актив — автомобіль.

Облік операцій уряду

А якщо автомобіль купить уряд, а не домогосподарство? Щоб спростити ситуацію, уявімо, що держава фінансує свою покупку, сплачуючи виробникові автомобіля готівкою.

Державний баланс

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?РА (автомобіль) = +100$

?ФЗ (готівка) = +100$

У приватному секторі виробник отримує гроші (?FA: +$100) і продає машину в обмін (?RA: ?$100):

Баланс нефінансового підприємства

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (готівка) = +100$

?РА (автомобіль) = ?100$

У цьому випадку приватний сектор накопичив фінансові вимоги до уряду у формі готівки. Це означає, що вони не є «внутрішніми» для приватного сектору або, іншими словами, проти них немає відповідних зобов’язань приватного сектору. Якщо об’єднати уряд і приватний сектор, щоб оцінити економіку в агрегованому вигляді, її баланс виглядатиме так:

Консолідований баланс економіки (державний та приватний сектори)

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?ФА (готівка) = +100$

?ФЗ (готівка) = +100$

?РА (автомобіль) = ?$100 +100$

Знову ж таки, у результаті економіка заборговує сама собі 100 доларів, а її агрегований фінансовий баланс дорівнює нулю. Однак важливо, що баланс приватного сектору позитивний (він отримує готівку), а державний — негативний (готівка — це його зобов'язання). Ми називаємо позитивний фінансовий баланс приватного сектору «зовнішнім багатством», тому що це фінансова вимога до економічної одиниці (уряду) за межами приватного сектору.

Так само, якщо б ми додали зовнішній сектор, наш внутрішній приватний сектор міг би мати чисту фінансову вимогу до іноземців, що вважалася б позитивним зовнішнім багатством. І навіть вітчизняний уряд міг би мати «зовнішнє багатство» у формі вимог до іноземців. А відтак вітчизняна економіка мала б чисті фінансові активи — вимоги до іноземних громадян.

1.6. Нещодавні секторальні баланси Сполучених Штатів:«економіка Золотоволоски» та Велика фінансова криза

У цьому параграфі ми звернемося до прикладу з реального життя і застосуємо до нього знання, які вже маємо. Розгляньмо американську «економіку Золотоволоски» середини 90-х років XX століття. Наша мета — з'ясувати коріння фінансової кризи 2007–2008 років. Для цього ми застосуємо концепцію секторальних балансів. Нагадаємо: президент Білл Клінтон очолив Сполучені Штати в січні 1993 року, коли країна вийшла з тривалого періоду з млявим економічним зростанням. Економіка США раптом почала впевнено зростати, рівень безробіття впав до показника 1960-х років. Дивовижно, що інфляція залишалась на низькому рівні. Саме тому цей період назвали «економікою Золотоволоски»: вона була не надто «перегріта» і не надто «охолоджена» — якраз золота середина. Однак наприкінці 1990-х відбувся спад економіки. Згодом, у 2000-х роках, економіка Сполучених Штатів почала відновлюватися вже під керівництвом президента Джорджа Буша-молодшого: знову почали проявлятися деякі особливості «економіки Золотоволоски». Таке стійке та рівне зростання в економіці здобуло назву «велика помірність». Однак і цей період обернувся падінням, але вже набагато брутальнішим за попереднє. У США його назвали «Великою рецесією», а в інших країнах — «Великою фінансовою кризою». Щоб з'ясувати, що ж пішло не так, застосуймо підхід секторальних балансів.

Наголосимо, що для інтерпретації причин Великої рецесії ми використовуємо тотожність секторальних балансів72, а також деякі реальні дані. Суперечки, як завжди, точаться навколо інтерпретацій, тоді як тотожність й дані не ставляться під сумнів. Але тотожність і дані не можуть бути ключем до розуміння причин обвалу економіки.

Починаючи з 1998 року, дехто з нас, хто розробляв концепцію ММТ, попереджав про те, що «економіка Золотоволоски» спричинила нестійкість структури секторальних балансів в економіці Сполучених Штатів. Ми наголошували, що в економіці утворилися фінансові бульбашки, спричинені непосильними витратами приватного сектору через дефіцит: тобто, починаючи з 1996 року, його витрати перевищували дохід. Тепер ми знаємо, що забігли наперед: приватний сектор продовжував витрачати більше за дохід аж до 2006 року. Потім економіка зазнала краху, ставши жертвою непоміркованості. Наприкінці 90-х років було складно передбачити, як далеко піде фінансовий сектор у нарощуванні боргу приватного сектору. Він підтримував боргову бульбашку, не гребуючи різними видами фінансового шахрайства з боку кредиторів, поки в 2008 році сам не зазнав краху, хоч про неминучі проблеми ми попереджали ще десять років тому (див. працю Вінна Ґодлі та Л. Ренделла Рея «Чи може Золотоволоска вижити?», аналітична записка № 1999/4, квітень 1999 року, Економічний інститут ім. Леві, http://www.levyinstitute.org/pubs/pn99_4.pdf).

Отже, погляньмо, який урок можна винести з «економіки Золотоволоски» і чи це допоможе нам зрозуміти Велику фінансову кризу 2007–2008 років. Наприкінці 90-х років XX століття «економіка Золотоволоски» справді опинилася в рецесії, закінчивши еру профіциту державного бюджету за часів Клінтона. Але згодом завдяки президентові Бушу державний дефіцит виріс до 5 % від ВВП, що допомогло економіці відновитися. На тлі цього приватний сектор знову повернувся до величезних дефіцитів, підживлюючи швидке зростання ринку нерухомості, а також збільшення споживання (яке фінансували банки, видаючи кредити під заставу нерухомості позичальника).

Подивіться на графік нижче (подяка Скоттові Фуллвайлеру73). Зверніть увагу, що ми поділили кожен секторальний баланс на обсяг ВВП (ми ділимо кожен складник тотожності секторальних балансів на те саме число — ВВП, тому це не змінює математичного відношення). Така репрезентація даних доволі зручна, і ми часто використовуватимемо її в посібнику. Більшість макроекономічних даних зазвичай представлені в поточних цінах і ростуть з плином часу через інфляцію, тому саме таке їх представлення — як рівня показника стосовно ВВП — полегшує побудову інформативних графіків. (Це краще, ніж мати справу з трильйонами доларів, у яких стільки нулів! Ми представляємо всі дані як відсоток від загального обсягу витрат в економіці).

Цей графік — «дзеркальне відображення» секторальних балансів, один з яких може бути в дефіциті, тоді як принаймні один з решти двох має бути в профіциті. Так, із 1980 року до початку періоду «економіки Золотоволоски» (1997 рік) дефіцит федерального уряду США був дзеркальним відображенням профіциту внутрішнього приватного сектору в сумі з дефіцитом поточного рахунку (показаний як позитивне число, адже відображає позитивне сальдо рахунку операцій з капіталом: решта країн світу, або зовнішній сектор, має позитивний фінансовий баланс проти США). Зауважте: графік підтверджує інформацію, яку ми дізналися з попередніх параграфів, а саме: сума дефіциту і профіциту за трьома секторами має

дорівнювати нулю, а тому графічне представлення балансів — дзеркальне щодо осі часу.

За роки президентства Клінтона економічна політика була спрямована на зменшення дефіциту саме державного сектору; бюджет федерального уряду певний час підтримувався в стані профіциту (на графіку це період, де він піднімається вище нуля74). Зворотним боком медалі в цьому процесі був дефіцит приватного сектору, який дзеркально відбивав профіцит державного бюджету та профіцит зовнішнього сектору (у внутрішній економіці для останнього притаманний дефіцит поточного рахунку).

Дзеркальне відображення секторальних балансів — це ключовий інструментарій аналізу для дослідників з кола ММТ, а також Інституту Леві, де свого часу працював автор цього підходу Вінн Ґодлі. Поза цим дослідницьким колом таку методику не оцінили і не використовували, а тому й не розгледіли свого часу небезпечний взаємозв'язок дефіциту приватного сектору та профіциту державного. Після фінансового краху 2007–2008 років у США внутрішній приватний сектор різко перейшов у великий профіцит (що зазвичай відбувається під час рецесії), дефіцит рахунку поточних операцій скоротився (бо американські споживачі почали купувати менше імпортних продуктів), а дефіцит бюджету зріс головно тому, що впали податкові надходження від продажу на внутрішньому ринку та знизився рівень зайнятості.

За часів президентства Клінтона політики думали, що профіцит федерального бюджету — бажаний і конче необхідний, хоча насправді це лише зворотний бік дефіциту фінансового балансу приватного сектору. На жаль, і після 2008 року політики роблять неправильні висновки з глобальної фінансової кризи. Їм вдалося переконати себе, що кризу спричинило марнотратство сектору державного управління. Це, відповідно, призвело до закликів скоротити бюджетні витрати (рідше — збільшити податки), щоб знизити дефіцит державного бюджету в багатьох країнах світу (зокрема, в Сполучених Штатах, Великобританії та Європейському Союзі, про що ми поговоримо пізніше).

Але реальність зовсім інша: у США саме ексцеси на Волл-стрит стали причиною нагромадження величезних боргів у приватному секторі, який зазнав краху і завдав нищівного удару по економіці, адже державні податкові доходи стрімко скоротилися. Це зумовило величезне збільшення дефіциту бюджету федерального уряду (як емітент суверенної валюти федеральний уряд не має обмежень у платоспроможності [наразі читачі мають просто погодитися з цією тезою, яку ми детально обговоримо в розділі 2]). Проте економічний спад був болючий для бюджетних доходів органів влади на рівні штатів та інших територіальних утворень75. Уряди на рівні штатів відреагували на кризу, скорочуючи витрати, звільняючи працівників, а також шукаючи додаткові доходи.

Так званий досконалий фіскальний шторм, що знищив значну частину податкових надходжень, закінчився тим, що одночасно з економічним відновленням почав знижуватися й загальний дефіцит державного сектору (федерального уряду, штатів та місцевих органів влади). Коли темпи економічного відновлення були слабкі (у перші п'ять років від початку кризи нових робочих місць створювалось небагато)76, цього вистачало для

скорочення дефіциту державного бюджету77. У 2014 році створення нових робочих місць було інтенсифіковане78.

Якщо ж ви хочете спрогнозувати, яким буде наше «дзеркальне відображення» на графіку, представленому вище, після повного відновлення економіки, то, можливо, ми не помилимося, коли скажемо, що економіка США повернеться до свого довготривалого середнього стану — профіциту приватного сектору на рівні 2 % від ВВП, дефіциту рахунку поточних операцій на рівні 3 % від ВВП і державного дефіциту на рівні 5 % від ВВП. У нашому рівнянні секторальних балансів це припущення матиме такий вигляд:

Баланс внутрішнього приватного сектору (+2) + Баланс внутрішнього державного сектору (?5) + Баланс зовнішнього сектору (+3) = 0.

І ми знову повертаємося до твердження, що сума секторальних балансів в економіці дорівнює нулю!

Блок: Заперечення рівнянь макроекономічного обліку

Багато людей бувають налаштовані скептично, коли вперше стикаються з рівнянням макроекономічного обліку. У цьому блоці-довідці ми матимемо справу з трьома видами заперечень:

1. Рівняння макроекономічного обліку — це щось на зразок простої арифметики, тобто 2 + 3 = 5? Чи, може, насправді звичайне підтасовування результатів?

2. Чи могли б ми обрати інші рівняння? Чому важливі саме ці?

3. Чому «дисбаланс» (профіцит або дефіцит) називається «секторальним балансом»?

Що стосується першого питання, то справді, у якомусь розумінні ми підтасували результати. Спочатку виключили ймовірність, що чорні гелікоптери серед ночі скидатимуть мішки з грошима на наші подвір’я79. Також виключили деякі витрати, які йдуть «у нікуди» — тобто яких ніхто не отримав. І, нарешті, виключили витрати, за які якимсь чином «заплатили».

Уявімо, що вся наша економіка складається лише з двох осіб — з вас і мене. Я буду Робінзоном Крузо, вам доведеться побути П’ятницею. Якщо я витрачаю, ви отримуєте дохід. Якщо витрачаєте ви, дохід отримую я. Я можу споживати або заощаджувати, і ви можете споживати або заощаджувати. Ми здійснили деномінацію, тобто визначили, що наші витрати, доходи, заощадження, профіцит, дефіцит обліковуватимуться в грошах під назвою «долар», а операції — подряпинами на великому камені біля ставка. Ми винайшли бухгалтерію (техніку обліку з подвійними записами, один із яких — про активи, а другий — про пасиви) і використовуємо її, бо так зручно відслідковувати витрати та доходи. (Ми довіряємо одне одному. Але в нас коротка пам’ять. Тому ми ведемо записи. Я приймаю ваші боргові зобов’язання, номіновані в доларах, і ви приймаєте мої).

Це все фундамент для нашого ментального експерименту — наче фокус із капелюхом та кроликами. Але в нашому випадку все по-чесному: ми нічого не приховуємо одне від одного.

Скажімо, ви найняли мене, щоб зібрати кокоси з ваших дерев, а я наймаю вас ловити рибу в моєму ставку. Ми маємо право власності на відповідні ресурси: у вас є кокоси, а в мене — риба. Як працівники ми маємо право одержувати зарплати, але не кокосовими горіхами чи рибою. Кожен з нас працює п'ять годин, і вартість праці становить один долар на годину. Ми записуємо їх на наші баланси на великому камені: на вашому балансі ваш фінансовий актив — це моє IOU; мій фінансовий актив — ваше IOU.

Наприкінці першого робочого дня кожен з нас мав дохід 5 доларів (враховується як актив), і кожен з нас виписав боргове зобов'язання про виплату заробітної плати в розмірі 5 доларів (враховується як зобов'язання).

Я тримаю ваше IOU на своєму балансі як актив і випускаю IOU на вашу користь у розмірі 5 доларів, які записую як своє зобов'язання. Натомість ви робите записи навпаки. Це матиме такий вигляд:

мій баланс: актив = 5 доларів (IOU від вас); зобов'язання = 5 доларів (моє IOU на вашу користь);

ваш баланс: актив = 5 доларів (IOU від мене); зобов'язання = 5 доларів (ваше IOU на мою користь).

Тепер я хочу купити ваші кокоси, а ви — мою рибу. За кокоси я «заплатив», вивільнивши IOU, які випустили ви. За рибу ви «платите», вивільняючи мої IOU. Наприклад, я купую кокоси на суму 5 доларів (повертаю вам ваше IOU на суму 5 доларів, викреслюючи відповідний запис на великому камені), а ви купуєте рибу на суму 4 долари (повертаючи мені 4 долари з моїх IOU, утримуючи з них IOU на 1 долар), тому що ви ощадливіші. Це матиме такий вигляд:

мій баланс: актив = кокоси на 5 доларів; зобов'язання = 1 долар (моє IOU на вашу користь);

ваш баланс: активи = риба на 4 долари та 1 долар (IOU від мене); зобов'язання = 0.

Мої активи перевищують мої зобов'язання на 4 долари, що і буде моєю чистою вартістю, поки я не з'їм кокоси. Ваша чиста вартість становитиме 5 доларів, поки ви не з'їли рибу.

Щойно ми з'їмо придбані харчі, все, що залишиться, стане «фінансовою» частиною наших балансів. Моє IOU на суму 1 долар — це моє зобов'язання перед вами і водночас ваш фінансовий актив у розмірі 1 долара, який ви можете з мене вимагати.

Мій дефіцит витрат дорівнював 1 долару, і ваш профіцит (або заощадження) також становив 1 долар. Вони рівні між собою (тут немає

ніякої магії — ми справді кладемо кроликів у капелюх), і ваше накопичення заощаджень набуває форми грошової вимоги до мене (бо це мій борг).

Коли ми порівняємо наші зустрічні грошові вимоги одне до одного і збалансуємо їх, то все, що нам залишиться, — реальні речі (кокоси та риба), звісно, доки ми їх не з'їли.

Для певності ми виключили з цього прикладу чимало елементів сучасної економіки — банки, уряд, «зелену» паперову валюту тощо. Ми просто трохи погралися в наші боргові зобов'язання. Але водночас ми підтвердили простий висновок із секторального балансу: фінансовий дефіцит одного сектору (я) дорівнює профіциту другого (ви). Щойно ми порівняли та збалансували наші зустрічні зобов'язання, нам залишилися реальні речі (кокоси та риба). І жодної магії.

Ми всі можемо накопичувати запаси в реальних (нефінансових) категоріях, тобто реальними речами. Наприклад, усі ми можемо власноруч виростити зернові культури на своєму полі і згодом накопичити зерно, не обтяжене фінансовими зобов'язаннями. Більша частина історії людства підтверджує, що ми давали собі раду без грошей — годували й одягали одне одного, дбали одне про одного і навіть воювали між собою. У ММТ переважно йдеться про «гроші», і з погляду макроекономічного обліку кожен дефіцит компенсується рівним за розміром профіцитом, а кожен борг хтось утримує як фінансове багатство — а отже, в агрегованому стані чисте фінансове багатство дорівнює нулю. Приклад зі ставком свідчить, що ми всі можемо накопичувати реальними речами (адже всі маємо IQ вище нуля), але наші фінанси прямують до нуля (у середньому наші IQ, скажімо так, посередні).

Що стосується другого заперечення, то дехто надає перевагу альтернативним рівнянням. Наприклад, замість того, щоб використовувати поділ економіки на три сектори (внутрішній приватний, державний і зовнішній), можна піти далі й виокремити альтернативні сектори — а хоч би й за кольором волосся: білявий, темний, рудий, синій, коричневий, сивий тощо... Проте для нас у посібнику поділ на три сектори корисніший. Відокремлення зовнішнього сектору від внутрішнього приватного на тій підставі, що він використовує іншу валюту, — це не щось надзвичайне (насправді кілька інших валют, адже кожна країна використовує національну валюту), тому ми говоритимемо про обмінні курси. Так само звична річ — відокремлення держави від приватного сектору, що особливо корисно, коли йдеться про «суверенну валюту», що, зрештою, і є основним об'єктом опису в цьому посібнику. Для зручності ми додали державні та місцеві органи влади до центрального уряду (об'єднавши все в державний сектор), навіть якщо саме центральний уряд — єдиний емітент суверенної валюти в економіці. Що справді незвично, то це об'єднання домогосподарств та суб'єктів господарювання (а також некомерційних організацій) в одну групу — внутрішній приватний сектор. Частково це зумовлено обмеженістю даних: деяка інформація одержується в такий спосіб. Але насамперед ми робимо це, щоб відрізнити «користувача» суверенної валюти (тобто приватний сектор, де домогосподарства і компанії становлять левову частку) від її «емітента» (тобто від суверенного уряду).

Варто сказати кілька слів про загальніший підхід, прийнятий майже в усіх підручниках з економіки. І почати слід з рівняння валового внутрішнього продукту (ВВП):

ВВП = Споживання + Інвестиції + Державні закупівлі + Чистий експорт

Не вдаючись до технічних деталей, зауважимо лише, що ВВП сягає системи національних рахунків, а саме — рахунків доходу та виробництва80, що мають добре відомі вади, особливо для тих з нас, кого хвилює узгодженість між залишками та фінансовими потоками (це тема наступних параграфів). Система національних рахунків фактично обраховує деякі обсяги та речі, що не мають сенсу, а для виконання макрорівнянь використовується непристойно велика «статистична розбіжність». Ось лише один приклад: більшість американців мають власні будинки, і, звичайно, всі ми «споживаємо комунальні послуги», що дає нам щиру насолоду від усвідомлення, що в нас є прихисток, де можна сховатися від негоди. Тож статистика «визначає» ціну, яку б ми заплатили за таке задоволення, і додає його до ВВП. Нам не подобається те, що всі повинні «платити» за спожиті «комунальні послуги» у власному житлі. Скажімо, ви виплатили іпотечний кредит п’ять років тому, але статистична служба обліковує, що цього року ви «спожили» задоволення у вигляді володіння житлом на суму 12 000 тисяч доларів, не оплативши цієї суми.

Ще одна проблемна ділянка — як саме слід кваліфікувати заощадження. Зазвичай їх розглядають в один із двох способів: або як залишок (ваш дохід менший за споживання), або як нагромадження багатства. Згідно з численними розрахунками, коли на ринку нерухомості спостерігається пожвавлення, вартість житла зростає: це означає, що збільшується багатство. Але це може означати, що заощаджувати почали більше. Однак у цьому випадку не виникало ніякого нового джерела доходу, який дозволив нам заощадити кошти. З погляду економіки це «нереалізований» приріст капіталу. Для того щоб він став реалізованим, має відбутися фактичний продаж нерухомості.

Оскільки цей посібник сфокусовано насамперед на обліку всіх витрат і доходів, усього споживання і всіх заощаджень, ми не включаємо тих умовних обчислень, які не мають такого складника, як фінансовий потік81. Тому, на нашу думку, з усієї системи національних рахунків доцільніше зосередитись саме на рахунках фінансових потоків, адже в цій статистичній звітності запаси узгоджуються з фінансовими потоками (або принаймні досить близькі до цього), чого не можна сказати про рахунки доходу та виробництва. Останні, щоправда, доступніші за перші для багатьох країн світу, і тому іноді ми змушені використовувати рівняння ВВП, а не наше рівняння секторальних балансів. Цього, очевидно, досить для гри в метання підків (коли опинитися «близько» до мети може бути достатнім для виграшу), як і для більшості економічних питань.

Порівняйте:

Баланс внутрішнього приватного сектору + Баланс державного сектору + Баланс зовнішнього сектору = 0

(Заощадження ? Інвестиції) + (Податки ? Державні закупівлі) + (Імпорт ? Експорт) = 0

Ви бачите, що ці рівняння майже тотожні. Грубо кажучи, якщо приватні заощадження перевищують інвестиції, то приватний сектор опиниться в профіциті; якщо податки менші за державні закупівлі, то уряд працюватиме з дефіцитом; і якщо імпорт перевищує експорт, зовнішній сектор буде в профіциті.

Можна піти далі й зануритися в державні трансфертні платежі (на кшталт допомоги із безробіття, що збільшує дохід приватного сектору) і так звані міжнародні первинні платежі82 (потоки прибутку, які надходять до американських компаній з-за кордону і знижують зовнішню незбалансованість економіки США). Але ми цього не робитимемо. Здебільшого ми працюватимемо із секторальними балансами (рахунки фінансових потоків), а не з рівнянням ВВП (рахунки доходу та виробництва), але читачі можуть зробити розминку для власного інтелекту і самостійно виконати перетворення — конвертувати дані про ВВП у баланси фінансових потоків трьох секторів.

І, нарешті, чому ми називаємо дисбаланс «балансом»: тобто чому ми називаємо «балансом» приватного сектору ситуацію, коли витрати приватного сектору перевищують його доходи (існує дефіцит)? Що ж, у вашого поточного рахунку в банку, вочевидь, є «баланс», і він, імовірно, позитивний, тобто на ньому є залишок коштів. Якщо ви виписуєте платіжне доручення на більшу суму, що перевищує ваш «баланс», і якщо у вас є автоматичний овердрафт, тепер на своєму рахунку ви матимете негативний «баланс»! Ви й досі «перевіряєте баланс рахунку», навіть якщо він «незбалансований». «Баланс» будь-якого сектору може бути позитивним, нульовим чи від’ємним.

Технічна примітка:

Основні відмінності між персональним рівнем заощаджень і чистими заощадженнями домогосподарств (я вкотре дякую Скоттові Фуллвайлеру):

1. Чисті заощадження домогосподарств вимірюються як відсоток від ВВП, а персональний рівень заощаджень — як відсоток від наявного доходу.

2. Обчислення чистих заощаджень домогосподарств відбувається шляхом віднімання від наявного доходу всіх витрат домогосподарств, зокрема витрат на споживання та інвестицій у житло, а під час обрахунку персонального рівня заощаджень віднімають тільки споживчі витрати.

Кілька додаткових незначних відмінностей для особливо допитливих:

1. Чисті заощадження домогосподарств охоплюють так зване споживання капіталу домогосподарствами (тобто амортизацію), а персональні заощадження — ні.

2. Чисті заощадження домогосподарств охоплюють страхові та пенсійні резерви, які уряд формує на користь домогосподарств; а персональні заощадження — ні.

3. Чисті заощадження домогосподарств включають у себе нарахування заробітної плати мінус виплати від бізнесу на користь домогосподарств; а персональні заощадження — ні.

* * *

40 Це стосується як макро-, так і мікрорівня. У першому випадку йдеться про макроекономічний облік, у другому — про формальний бухгалтерський облік, скажімо, певного суб'єкта господарювання або неформальний бухгалтерський облік певного домогосподарства, яке контролює стан своїх фінансових активів та зобов'язань.

41 Тут і далі ми використовуватимемо українські відповідники для англ. терміна net financial wealth — «чисте фінансове багатство» та «чистий фінансовий добробут», які вважаємо тотожними за суттю.

42 Фінансове зобов'язання боржника за автокредитом та фінансовий актив кредитора.

43 Номінальна вартість кредиту на умовному балансі боржника дорівнює вартості виданого кредиту на балансі фінансової компанії кредитора.

44 «Внутрішні» активи — це активи всередині певного сектору: наприклад, заборгованість домогосподарства за кредитною карткою — актив комерційного банку, який емітував цю кредитну картку. Таким чином, цей актив становить собою внутрішній актив приватного сектору загалом. Однак він компенсується внутрішнім зобов'язанням, а саме — заборгованістю домогосподарства. Цей приклад доводить, що в чистому вигляді активи приватного сектору дорівнюють нулю.

45 У США від часу фінансової кризи 2007–2008 років вислів «один відсоток» (або «1 %») став крилатим. Він означає один відсоток найбагатших домогосподарств країни.

46 Англ. Goldilocks economy. Такий стан економіки, коли вона зростає не повільно, ризикуючи увійти в рецесію, і водночас не швидко, тобто з істотним ризиком «перегріву» й накопичення фінансових бульбашок. Див. докладніше: http://lexicon.ft.com/Term?term=Goldilocks_economy.

47 Гістерезис — це залежність стану системи від її історії.

48 Ідеться про роботи економіста Джона Мейнарда Кейнса (1883–1946) — британського економіста, засновника кейнсіанського напряму в економічній теорії.

49 За ринковою або номінальною вартістю.

50 Більш відома як «Система національних рахунків 2008 року» (СНР-2008) — міжнародний статистичний стандарт національних рахунків, який розробила Статистична комісія ООН. Докладніше див.: http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp.

51 Тут автор вдається до узагальнення, ототожнюючи державний сектор із вхідним потоком «державних витрат» (G), а сектор домогосподарств — із вихідним потоком «податків» (T). Головне спрощення в тому, що саме на домогосподарства лягає основний тягар сплати податків в економіці.

52 Ця дискусія охоплює значно більше коло країн, зокрема й Україну.

53 Прикметник «дискреційний» у цьому контексті означає, що уряд на власний розсуд може впливати на бюджетний дефіцит.

54 Або «виявив би політичну волю», як часто аргументують у суспільних дискусіях в Україні.

55 Ці заходи вважаються дискреційними, адже влада вживає їх безпосередньо на свій розсуд.

56 Елементи державного бюджету (як із боку податків, так і з боку витрат; наприклад, соціальні витрати, а саме соціальна підтримка безробітних), які працюють автоматично, без додаткового втручання урядовців та законодавців. У разі економічного спаду автоматичні стабілізатори покликані підтримати економіку.

57 Номінальний приріст ВВП відрізняється від реального тим, що другий показник, так би мовити, «очищений» від інфляції, а перший ґрунтується на статистичних даних за різні періоди, в яких інфляційний складник зберігається. Наприклад, номінальний приріст ВВП США у 2005 році становив 6,7 %, адже розмір економіки в цьому році досягнув 12 888,9 млрд доларів супроти 12 088,6 млрд доларів у попередньому році.

58 Скорочення податкових надходжень почало уповільнюватися лише з III кварталу 2009 року, коли темп падіння сягнув 23,3 % проти 27,3 % у попередньому кварталі.

59 Розрахунки базуються на даних Бюро економічного аналізу США, див. табл. 3.2 «Поточні доходи та витрати федерального уряду», джерело: https://bea.gov/national/nipaweb/DownSS2.asp, секція даних № 3.

Пояснення щодо такого стрімкого зростання поточних трансферних платежів у II кварталі 2008 року можна знайти у відповідному щоквартальному звіті Бюро економічного аналізу США «Доходи та витрати уряду в другому кварталі 2008 року» (https://www.bea.gov/scb/pdf/2008/09%20September/0908_gre.pdf). У звіті зазначено, що на федеральному рівні трансфертні платежі зросли до 1859,1 млрд доларів, зокрема, і завдяки виконанню державної програми стимулювання з так званого податкового повернення («tax rebates») на загальну суму 112,3 млрд доларів США.

60 З III кварталу 2008 року до I кварталу 2010 року.

61 Економіка США на початку 1990-х років усе ще перебувала в стані млявого виходу з рецесії, якої вона зазнала наприкінці 1980-х. Автор звертається саме до 1992 року, очевидно, тому, що це був останній рік президентства Джорджа Буша-старшого, який тоді програв вибори Біллу Клінтону.

62 Нагадаємо, що внутрішній приватний сектор складається з двох підсекторів — домогосподарств та суб'єктів господарювання.

63 Фактично дефіцит федерального бюджету становив 8,5 % від ВВП у 2009 році і досягнув пікового рівня 8,8 % від ВВП у 2010-му.

64 Наприклад, 2009 року дефіцит бюджету федерального уряду становив 8,5 % ВВП, баланс зовнішнього сектору, який визначається як різниця між імпортом та експортом товарів і послуг, був із профіцитом 2,7 % ВВП. Таким чином, відповідно до макроекономічної тотожності секторальних балансів, сума яких дорівнює нулю, баланс внутрішнього приватного сектору був у профіциті й становив 5,8 %. Тобто макроекономічна тотожність (Баланс внутрішнього приватного сектору + Баланс внутрішнього державного сектору + Баланс зовнішнього сектору = 0) математично трансформується для цього прикладу в таке рівняння: [(+5,8 %) + + (?8,5 %) + (+2,7 %) = 0]. Якщо припустити, що бюджет федерального уряду переходить до балансу, тоді для того, щоб тотожність виконувалася, потрібна зміна балансу в одному з інших секторів або комбінація змін балансів решти секторів, яка б у сумі давала 8,5 %. З погляду математики можна знайти кілька варіантів таких змін: найлогічніше, на перший погляд, звести до нуля фінансові баланси приватного та зовнішнього секторів. Інший варіант: баланс зовнішнього сектору залишається без змін, тоді як баланс приватного сектору переходить із профіциту 5,8 % до дефіциту 2,7 %, тобто дзеркально повторює амплітуду змін (на 8,5 % ВВП) у фінансовому балансі державного сектору. Отже, рівняння має такий вигляд: [(?2,7 %) + (0 %) + (+2,7 %) = 0].

65 Тобто доходи уряду недискреційні.

66 Наприклад, країни-імпортери можуть розглядати кроки країни-експортера як загрозу для внутрішніх виробників аналогічної продукції. Останні, зі свого боку, стикатимуться зі зростанням конкуренції за споживача. Відповідно існує ризик того, що внутрішні виробники чинитимуть політичний тиск на власний уряд, щоб відновити конкурентоспроможність внутрішніх виробників (через тарифну політику або через політику обмінного курсу національної грошової одиниці). У результаті заходи зі стимулювання експорту в певній країні можуть бути нівельовані діями у відповідь.

67 Левова частка поточного рахунку платіжного балансу формується за рахунок зовнішньоторговельних операцій. Тому термін «поточний рахунок» — це синонім до вислову «баланс експорту та імпорту».

68 Тобто «процесом накопичення запасів реальних активів».

69 Боргове зобов’язання, або IOU автора, що засвідчує активно-пасивні відносини між позичальником та кредитором.

70 Англ. underwater. Вислів «I am underwater» позначає такий стан персональних фінансів або фінансів компанії, коли загальних активів менше, ніж зобов’язань.

71 Ідеться про неоплачувану працю в межах окремого домогосподарства: наприклад, коли сніданок для родини готує один з її членів.

72 Див. формулу макроекономічної тотожності секторальних балансів.

73 Скотт Фуллвайлер — американський економіст, професор економіки в Університеті Міссурі в Канзас-Сіті.

74 З червня 1998 до червня 2001 року включно.

75 Які не мають привілеїв центрального уряду з емісії національних грошей.

76 За два роки падіння економіки США у Великій рецесії 2008–2009 років було втрачено 8,6 млн робочих місць. Але в перші чотири роки відновлення, тобто з 2010 до 2013 року включно, в економіці було створено 7,6 млн нових робочих місць, а рівень безробіття знизився з 10 % на піку кризи в жовтні 2009 року до 6,7 % в грудні 2013-го. Станом на грудень 2016 року рівень безробіття в економіці США дорівнював 4,7 % — на рівні листопада 2007 року напередодні Великої рецесії. (Див.: Бюро статистики праці США, https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001, https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000).

77 За період 2009–2013 років дефіцит бюджету федерального уряду скоротився з 8,5 % до 3,7 % від ВВП. За той самий період загальний дефіцит бюджету (на рівні федерального уряду, штатів та місцевих органів влади) зменшився з 12,8 % до 5,5 % від ВВП.

78 Загалом було створено понад 3 млн нових робочих місць, а рівень безробіття знизився до 5,6 % — з 6,7 % наприкінці 2013 року. (Див.: Бюро статистики праці США, https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001, https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000).

79 Автор іронізує з теми так званих грошей з гелікоптера, що активно обговорювалася в середовищі макроекономістів, фінансистів та урядовців із часів Великої рецесії в США 2007–2008 роках. Ці дискусії точаться й досі. Ідеться про те, що, коли економіка стикається з рецесією та млявими темпами відновлення після спаду, владі доцільно стимулювати внутрішній попит шляхом перерахування додаткових виплат (не обов’язково одноразових) на рахунки громадян, а тим, у кого немає банківських рахунків, — надсилати поштою іменні банківські чеки, які можна використовувати для оплати товарів та послуг.

80 У США ця система називається National Income and Product Accounts (NIPA).

81 Як у прикладі зі споживанням комунальних послуг.

82 Ідеться про баланс первинних платежів як компонент поточного рахунку платіжного балансу. Первинні платежі — це міжнародні перекази як з країни (виплати), так і в країну (надходження), що характеризують дохід від оплати праці та дохід від інвестицій (дивіденди та процентні платежі за кредитами та облігаціями). Див. додаткові пояснення щодо методології платіжного балансу на сайті Національного банку України: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446

2. Витрати емітента національної валюти

У попередньому розділі ми докладно розглянули макроекономічний підхід до секторальних балансів, основним розробником якого був Вінн Ґодлі. У певному розумінні він передує подальшому дослідженню природи сучасних грошей. Крім того, ключове положення, що вирізняє ММТ, стосується того, як насправді держава витрачає кошти. Починаючи із цього розділу, ми розвиватимемо свою теорію суверенних грошей.

Ми сфокусуємося на витратах держави, що випускає свою власну національну валюту. Спочатку схарактеризуємо загальні принципи, які можна застосувати до будь-якого емітента національної валюти. Незважаючи на режим обмінного курсу, їх можна використовувати як до розвинутих країн, так і до тих, що розвиваються. Далі приділимо особливу увагу країнам, які розвиваються. Нарешті в розділі 6 «Сучасна теорія грошей і альтернативні режими обмінного курсу» ми обговоримо висновки з нашого аналізу для різних валютних режимів83.

У наступному параграфі буде пояснено концепцію суверенної валюти.

2.1. Що таке суверенна валюта?

Національна валюта

Насамперед ми представляємо концепцію грошей як одиниць обліку. Австралійський долар, долар США, японська єна, британський фунт, європейське євро (та багато інших грошових одиниць інших країн) — усе це приклади грошей як одиниць обліку. Перші чотири асоціюються з певною країною. На відміну від них, євро — грошова одиниця обліку, що перебуває в обігу в країнах — членах Європейського монетарного союзу (ЄМС)84. В історії працює правило «одна країна — одна валюта», хоча бувають винятки, до яких належить і сучасне євро. Подальше обговорення здебільшого буде сфокусоване на загальнішому випадку, в якому країна визначає власну національну грошову одиницю як одиницю обліку і де уряд випускає валюту (у формі монет, паперових знаків різного номіналу та банківських резервів), номіновану у визначеній грошовій одиниці обліку. Якщо ми звертатимемося до особливих випадків на кшталт ЄМС, то наголошуватимемо на відмінностях, зумовлених тим, що валюта не співвідносна з конкретною державою.

Зауважте: більшість країн, що розвиваються, використовують власні національні валюти. Деякі з них прив'язують свої валюти85, а отже, відмовляються від певного рівня свободи у проведенні внутрішньої економічної політики. Про це докладніше йтиметься нижче. Та оскільки вони випускають власну валюту, в цьому випадку наш аналіз суверенної валюти може стосуватися і їх також.

Візьміть до уваги й те, що ми визнаємо, що індивідуальні домогосподарства та суб'єкти господарювання (і навіть уряди) можуть використовувати іноземні валюти у своїх економіках. Наприклад, у Казахстані (як і в багатьох інших країнах, що розвиваються) деякі трансакції проводяться в доларах США, а деякі — у тенге86. Економічні суб'єкти можуть акумулювати чисте багатство, номіноване як у доларах США, так і в тенге. Однак принципи макроекономічного обліку щодо секторальних балансів, які застосовуються до суверенної валюти, будуть справедливі й окремо до кожної іноземної валюти, яку використовують в економіці87.

Одна країна — одна валюта (та винятки з цього правила)

Переважно суверенна країна запроваджує власну національну грошову одиницю, яка виступає офіційним засобом обліку. У Сполучених Штатах це американський долар (US$), в Австралії — австралійський долар (A$), у Казахстані — тенге. Уряд країни випускає валюту (зазвичай у формі металевих монет, паперових знаків та банківських резервів), що номінована у власній національній грошовій одиниці. Витрати уряду та його доходи (податки, внески, штрафи тощо) теж номіновані у власній національній грошовій одиниці. Так само судова система оцінює збитки в цивільних справах, використовуючи державну грошову одиницю. Наприклад, зарплати нараховуються в національній валюті. Якщо працедавець

вчасно не здійснить виплат, суд активує робочий контракт та оцінить матеріальні збитки, які працедавець повинен буде виплатити працівникові.

Уряд також може використовувати іноземну валюту, щоб здійснювати закупки. Ще він може отримувати платежі в іноземній валюті. І, крім того, позичати в іноземній валюті. Зазвичай усе це буває під час здійснення розрахунків у межах імпорту або коли держава намагається накопичити валютні резерви (наприклад, коли прив'язується валюта). Незважаючи на наявні грошові потоки в іноземній валюті в межах економіки, макроекономічна тотожність секторальних балансів для національної валюти не руйнується, а навпаки виконується — сума балансів фінансових потоків усіх секторів дорівнює нулю. Так, якщо уряд Казахстану витратить більше тенге, ніж отримає податків у власній національній грошовій одиниці, це означатиме, що уряд підтримує дефіцит у тенге. Він насамперед дорівнюватиме акумуляції в недержавному секторі88 фінансових вимог уряду, що номіновані в тенге. І відбуватиметься це через власний профіцит недержавного сектору. Якщо зовнішній сектор збалансований89, саме внутрішній приватний сектор акумулюватиме вимоги в тенге.

Далі ми наведемо аргументи, чому в уряду значно більше можливостей для «маневрування», коли він витрачає й отримує податки у власній, а не в іноземній валюті. Іншими словами, уряд має значно більший внутрішній простір для проведення економічної політики, коли витрачає в національній грошовій одиниці, ніж коли переходить на іноземну валюту. Наприклад, якби уряд Казахстану дотримувався дефіциту бюджету в доларах США, це означало б, що він отримував додаткові долари, беручи їх у борг. Це набагато складніше, ніж просто випустити тенге на вимогу внутрішнього приватного сектору, який хоче акумулювати чисті заощадження в тенге.

Також важливо, що в багатьох країнах є приватні контракти, розрахунки за якими проводяться в іноземній валюті. Наприклад, у деяких державах Латинської Америки, як і в деяких інших країнах, що розвиваються, прийнято укладати контракти з розрахунками в доларах США. Також прийнято використовувати долари США у приватних трансакціях. Відповідно, за деякими оцінками, загальна вартість валюти Сполучених Штатів, яка циркулює поза Америкою, переважає загальну вартість валюти США, що обертається на внутрішньому ринку. Таким чином, у багатьох країнах у готівкових і безготівкових розрахунках може бути використано одну чи більше іноземних грошових одиниць додатково до національної грошової одиниці.

Іноді це відверто визнає та дозволяє влада, а в інших випадках такі розрахунки — частина «тіньової» економіки, що за допомогою іноземної валюти намагається уникнути викриття. Цікаво, що в Сполучених Штатах іноземні валюти функціонували на рівні з доларом ще з XIX століття. До середини XIX століття Казначейство США навіть приймало податкові платежі в іноземній валюті.

Але нині в розвинутих країнах, що випускають власну валюту, подібне майже не практикується (виняток — країни, де в обігу євро, адже для кожної з них окремо ця валюта «іноземна»). Проте в країнах, що розвиваються, циркуляція іноземних валют на рівні з власною вже не рідкість, і часом їхні уряди охоче приймають платежі в іноземній

валюті. У деяких випадках продавці навіть віддають перевагу іноземній валюті замість національної.

Це має певні наслідки для економічної політики, про що йтиметься далі.

Суверенітет і валюта

Національна валюта часто сприймається як «суверенна», тобто та, яку випустив суверенний уряд. Суверенний уряд зберігає за собою різноманітні повноваження, яких позбавлені приватні суб'єкти чи інституції. Тут ми зупинимося лише на тих повноваженнях, що асоціюються з грошима.

Лише суверенний уряд уповноважений визначати валюту для офіційних розрахунків (як було зазначено вище, уряд може вибрати іноземну валюту для певних платежів, але це — прерогатива суверенітету). До того ж сучасні суверенні уряди мають повноваження самостійно випускати валюту, номіновану в національній грошовій одиниці (конституція США надає федеральному уряду першочергові повноваження випускати валюту). Зрештою, уряд вирішує, яким чином монетарні контракти, в разі виникнення суперечок між сторонами, будуть вирішені через суд, тобто які саме грошові знаки має надати платник для виконання таких контрактів.

Якщо будь-який інший суб'єкт економіки, окрім уряду90, спробує випустити національну валюту (крім випадків, дозволених законодавством), його судитимуть як фальшивомонетника з подальшими суворими наслідками.

Далі суверенний уряд вводить податкові зобов'язання (так само, як штрафи та інші внески) у власній валюті розрахунку, а також вирішує, яким чином вони можуть бути сплачені. Тобто уряд вирішує, який саме платіж він прийматиме, щоб платники податків могли виконати свої зобов'язання.

Нарешті суверенний уряд вирішує, яким чином він здійснюватиме власні платежі: розрахунки в межах купівлі товарів та послуг або задоволення власних зобов'язань (наприклад, соціальні виплати пенсіонерам чи відсотки за поточними боргами). Більшість сучасних суверенних урядів роблять платежі та, відповідно, вимагають проведення податкових платежів у власній валюті.

У наступному параграфі ми продовжимо обговорювати цю тему, розслідуючи той фундамент, на якому ґрунтуються сучасні гроші, іншими словами — яке забезпечення мають сучасні гроші.

Блок: Відповіді на запитання читачів

У цьому блоці дозвольте нам коротко відповісти на два запитання, які часто ставлять читачі. Більш докладно ми розглянемо ці теми пізніше.

Запитання: Як пов’язана суверенна валюта і валюта як засіб обміну товарами та послугами?

Відповідь: На самому початку посібника ми розглянули концепцію валюти як грошової одиниці обліку (див. розділ 1 «Основи макроекономічного обліку»): наприклад, долар у США та фунт у Великій Британії. Це засіб обліку, така сама міра, як сантиметр, метр чи кілометр. Він не існує навіть на рівні електроніки — жоден добре натренований мисливський пес не зміг би натрапити на його слід. Наша концепція абстрактна та суто репрезентативна.

Далі ми зупинилися на грошових знаках, номінованих у визначеній грошовій одиниці обліку. Деякі з них можна відчути на дотик або запах. Те саме стосується одиниці, якою вимірюють довжину: її не може відчути мисливський пес, але нею можна виміряти цілком відчутні фізичні об’єкти. Наприклад, гусениця завдовжки 2,5 см, моя стопа — приблизно 30 см, а футбольне поле — це відстань від носа Генрі Першого91 до його великого пальця на руці, помножена на 100 (а може, й більше, адже ми знаємо, що всі королі полюбляли перебільшувати свої анатомічні особливості — так само, як нині це роблять відомі репери). Отже, грошові знаки можуть бути речами, які можна «відчути нюхом», як монети чи паперові банкноти, або чимось невідчутним на кшталт електронних записів. Ми ще розповімо набагато більше про природу речей, що вимірюються в грошовій одиниці обліку.

У цьому параграфі було представлено концепцію суверенної валюти — національної грошової одиниці, яку визначив та запровадив суверенний уряд. У той час як одиницю грошового обліку теоретично могли б створювати та приймати приватні суб’єкти економіки, суверенну валюту встановлює суверенний уряд. Зазвичай це первинна валюта (коли й не єдина), що перебуває в обігу в суверенній державі.

Слово «валюта» часто вживається на позначення не лише грошової одиниці обліку, ухваленої суверенним урядом, а й грошових знаків, випущених суверенним урядом та номінованих у національній грошовій одиниці. У Сполучених Штатах валюта — це грошові знаки у формі монет, що випускає Казначейство, та грошові знаки у формі паперових купюр, що випускає Федеральна резервна система США. Тобто ми вживаємо слово «долар», сплутуючи різні поняття — з одного боку, говоримо про «долар», коли маємо на увазі суверенну валюту (грошову одиницю обліку), а з другого, називаємо «доларами» грошові знаки (монети або паперові купюри), які випустив американський уряд.

Ми ще не торкалися «засобів обміну». Підручники з економіки та фінансів переважно починаються з теми про «засоби обміну» (згадайте, як Робінзон Крузо і П’ятниця шукали мушлі, які підійшли б для цієї мети). У нашому посібнику ми відмовилися від цього підходу та свідомо чекаємо, щоб представити концепцію. Проте, забігаючи трохи наперед, скажемо: так, грошові знаки або валюта, випущені урядом, загалом функціонують як засіб обміну. Інші грошові знаки, випущені приватними

суб'єктами, теж часто виконують цю роль: це насамперед чеки, які виписують на банківські депозити (хоча дебітні картки швидко їх заміняють).

Але «засіб обміну» — це функція грошових знаків, що насправді не дуже допомагає зрозуміти природу грошей. Є й інші функції, як-то засіб платежу (сплата боргів), засіб міри вартості та інші потенційно можливі.

Якщо ви відвідаєте відносно новий ресторан швидкого харчування або будь-який інший сімейний бізнес у Сполучених Штатах, то часто на стіні побачите рамку з доларом за склом та підписом на кшталт «Перший долар, який ми заробили». У цьому випадку функція грошей — сувенірна, нагадування про привід для гордощів власника закладу. Два десятиліття тому була купа історій про брокерів з Волл-стрит, які використовували скручені стодоларові купюри з однією метою — як засіб доставки кокаїну. Не думаю, що варто випереджати події й надмірно акцентувати увагу на різноманітних функціях грошей. Дозвольте спочатку хоча б спробувати зрозуміти їхню природу.

2.2. Яке забезпечення має суверенна валюта та чому хтось має її приймати?

Коли тридцять років тому я почав викладати, більшість студентів уважали, що американський долар має золоте забезпечення і цінний завдяки тому, що Форт-Нокс92 заповнений золотом. Вони думали, що якби приїхали до форту з готівкою зі своїх схованок, то могли б завантажити власні авто золотом (і були шоковані, дізнавшись, що немає ніякого золотого забезпечення ще з часів їхнього дитинства). Натомість сьогодні дуже мало студентів поділяє подібні переконання; всі вони вивчили, що наша валюта фіатна93 (або директивна, тобто визначена державними законодавчими актами та конституцією). Вона взагалі нічим не забезпечена, або принаймні так стверджують.

Погляньмо, що ж таке валюта. Чи ховається щось за нею?

Чи можуть бути резерви дорогоцінних металів чи іноземної валюти забезпеченням для суверенної валюти?

Тривалий час навколо суверенної валюти була плутанина. Наприклад, багато політичних діячів та економістів не могли збагнути, чому приватний сектор приймає валюту, випущену суверенним урядом, коли той здійснює закупівлі товарів та послуг (тобто витрачає).

Як і мої студенти колись, багато хто й досі наполягає: щоб валюту приймали як платіжний засіб для обігу в економіці, її треба «забезпечувати» дорогоцінним металом94. Наприклад, такої думки вічний кандидат у президенти США Рон Пол95. Історично склалося, що уряди іноді підтримували резерв золота чи срібла (або обох) проти національної валюти. Вважалося, що, якби населення забажало повернути валюту урядові, щоб отримати дорогоцінний метал, то валюту приймали б, оцінюючи її так само високо, як і золото. Іноді сама валюта містила дорогоцінний метал, як, наприклад, золоті монети. До 1960-х років у Сполучених Штатах Казначейство справді підтримувало золотий резерв в обсязі, що дорівнював 25 % вартості валюти, випущеної в обіг. Цікаво, що громадянам США було заборонено купувати золото за валюту; це могли робити лише іноземці, які володіли валютою США.

Однак США, як і більшість інших держав, уже давно відмовилися від цієї практики. І навіть без золотого забезпечення на валюту США досі існує великий попит у всьому світі. Тож думка, ніби валюті конче потрібне забезпечення у вигляді резерву дорогоцінного металу, хибна. У цьому посібнику ми вже порушували тему так званої директивної валюти, тобто такої, що не підтримується дорогоцінними металами. Деякі країни відверто підтримують свою валюту за допомогою валютних резервів (наприклад, ухвалюючи положення про «валютний коридор», згідно з яким центральний банк країни конвертує національну валюту на запит суб'єкта економіки — державного чи приватного сектору — на долари США або іншу іноземну валюту за визначеним обмінним курсом). Утім більшість урядів розвинутих країн випускають національну валюту, що не підкріплена резервами з іноземної валюти.

Термін «директивна валюта», в кращому випадку, дещо неоднозначний. Він може ввести в оману, адже «директива» звучить так, начебто уряд зобов'язує вас прийняти валюту. Однак це не означає, що валюта стає прийнятною в економіці лише через такий примус (деякі країни ухвалюють закони, які регулюють легальні платіжні засоби, — дивіться наступний параграф). У будь-якому разі треба пояснити, чому таким валютам, як американський долар, британський фунт чи японська єна, вдається циркулювати без подібної підтримки та забезпечення.

Закони, які регулюють легальні платіжні засоби

Існування й дієвість законів, що регулюють легальні платіжні засоби, — одна із причин, чому директивна валюта, яка не має явного зобов'язання з боку уряду бути конвертованою в золото або іноземну валюту, широко використовується в обігу. Чимало суверенних урядів ухвалили закони, які зобов'язують проводити внутрішні платежі у власній валюті. На паперових грошових знаках, випущених у Сполучених Штатах, зазначено: «Ця купюра — законний платіжний засіб, яким можна сплачувати всі борги — державні чи приватні». На канадських купюрах напис: «Ця купюра — законний платіжний засіб», а на австралійських купюрах: «Ця

австралійська купюра — законний платіжний засіб у межах Австралії та на її підлеглих територіях»96.

На відміну від них, на британській валюті просто зображено королеву і зазначено: «Я обіцяю сплатити пред'явникові суму в п'ять фунтів» (якщо це купюра номіналом у п'ять фунтів). Якби вам випала нагода власноруч пред'явити монаршій особі купюру номіналом у п'ять фунтів, вона б вам видала іншу (але таку саму) купюру, як і було обіцяно!

В історії траплялося, коли суверенні уряди ухвалювали законодавчі акти, що регулюють легальні платіжні засоби, проте в них так і не вийшло створити попит на свою валюту — її просто не приймали у приватних платіжних розрахунках, а іноді навіть не дозволяли здійснювати платежі на користь держави. Колись навіть були випадки, що за відмову прийняти королівські монети на чолі непокірного випалювали нею клеймо. Це підтверджує факт, що без такого екстраординарного зобов'язання населення відмовлялося приймати суверенну валюту.

Отже, існують валюти, що спокійно перебувають в обігу без жодних законів про легальні платіжні засоби, а є й такі, яких цураються навіть за наявності таких законів. Як відомо, долар США часто циркулює там, де він узагалі не визнаний як законний платіжний засіб (навіть у країнах, де використання доларів не схвалюється або навіть заборонено владою). Із цього можна зробити висновок, що закони про легальні платіжні засоби — не єдина причина, чому валюту приймають та використовують економічні суб'єкти.

Але чому «сучасні гроші», які переважно не підтримуються золотом чи іноземною валютою, приймають навіть без законів, які декларували б їх обов'язкове використання? Досить цікава головоломка. Типова відповідь з будь-якого підручника: «Ви приймете свою національну валюту, бо знаєте, що інші також її приймуть». Іншими словами, її приймають, тому що її приймають. Таким чином, типове пояснення — так званий нескінченний регрес: Джон приймає цю валюту, бо думає, що Мері теж її прийме, а вона приймає її, бо думає, що, певно, у «Волмарті»97 її теж приймають.

Яка ж тонка тростинка, на яку вішають монетарну теорію!

Особисто мені було б трохи соромно писати про це в моєму підручнику або ж намагатися переконати студента-скептика, що єдина річ, яка забезпечує гроші, — це монетарна теорія «ще більшого дурня» або «печеної картоплі»: я приймаю доларову купюру, бо думаю, що можу її позбутися, обдуривши якогось простака.

Така характеристика слушна лише для фальшивих грошей (для валюти-підробки): я візьму її суто з розрахунку, що зможу нишком комусь передати. І я точно не збираюся навіть намагатися переконувати читачів цього посібника в правильності цієї кволої теорії. У наступному параграфі ми наведемо переконливіші аргументи. Побачимо, чи зможете ви передбачити відповідь.

Чи влаштовують вас теорії грошей «золотого стандарту», «директивної валюти», «законного платіжного засобу», «більшого дурня» та

«печеної картоплі»? Золото — це гроші? Чи може воно бути грошима? Якщо золото вже не забезпечує грошей, чому Федеральна резервна система зберігає золото? Чи могла б валюта бути забезпеченою лише «довірою» — очікуванням, що хтось десь її візьме?

Бажаю вам цікаво провести час у роздумах.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чому золото має таке важливе значення, якщо воно не забезпечує нашої валюти?

Відповідь: Воно яскраве й блискуче. Це незмінний «шляхетний елемент»: не іржавіє, його легко чистити, з нього можна виготовити надзвичайно тонкі пластинки, а ще має гарний вигляд на вухах, зубах та пальцях. Також щонайменше кілька останніх тисячоліть золото оточує певна містика, яка возвеличує його та підносить на вершину найбажаніших та найпрестижніших речей. І, до речі, ще не так давно багато країн прив'язували свою валюту до золота. Нарешті, вартість золота підтримує доволі стійкий виробничий попит та схильність урядів надійно замикати більшу частину золота в камінних сховищах (у місцинах на кшталт Форт-Нокса). Учасники фінансових ринків переконані, що держава не відпустить на волю золото, «запроторене» у в'язницю, адже це завдало б їм суттєвих збитків, а декого й зовсім знищило б. Щоб убезпечити свої ставки, вони допомагають прихильникам золотого стандарту (як, наприклад, свого часу Аланові Ґрінспену98) потрапити в уряд. Усе, що я можу вам наразі сказати: економічно обґрунтованих пояснень зачаруванню золотом не існує.

Запитання: Чи правда, що «директивні гроші» приймають, бо це засіб накопичення заощаджень?

Відповідь: Яка вартість шматка паперу, на якому написано приблизно таке: «Я обіцяю сплатити вам п'ять своїх боргових зобов'язань»? Відповідь — жодної. Виходить, це ще одна дискусія з розряду «нескінченного регресу»: так, якщо попит на директивну валюту триватиме й у майбутньому, то вона буде засобом накопичення заощаджень. Проте ми маємо пояснити, чому люди від самого початку хотітимуть мати та використовувати директивну валюту. Тому в наступному параграфі зосередимося на податкових зобов'язаннях.

2.3. Податки керують грошима

У попередньому параграфі було порушено питання, чому хтось узагалі приймає державну валюту у випадках: 1) коли валюта не може бути прийнята в обмін на дорогоцінний метал або іншу сильнішу валюту за фіксованим курсом; 2) якщо закони, які регулюють легальні платіжні засоби, не виступають ані обов'язковими, ані достатніми умовами, щоб забезпечити прийняття валюти суб'єктами економіки; 3) якщо урядова

«обіцянка сплатити» на пред'явлення валюти — це лише обмін однієї п'ятидоларової купюри на іншу.

У цьому підрозділі ми спробуємо дати відповідь на ці питання відповідно до ММТ.

Суверенність і податки

Одне з найважливіших повноважень суверенного уряду — це право стягувати податки, а також збирати інші платежі на користь держави, зокрема внески та штрафи. Податкові зобов'язання накладаються на суб'єкти економіки в національній грошовій одиниці: долари — в США, Канаді, Австралії, єна — у Японії, юань — у Китаї, песо — у Мексиці. Суверенний уряд також визначає, за рахунок чого може бути виконано податкові зобов'язання. У більшості розвинених країн податкові платежі приймають у державній валюті.

Далі ми аналізуватимемо, як саме виконуються платежі на користь держави. Платники податків у США переважно використовують для цього чеки, виписані на приватні банки для виконання, а уряд, отримавши ці чеки, здійснює операції з дебету (списання) резервних грошей приватних банків. Тобто приватні банки, здійснюючи платіж у національній валюті (технічно резерви — це боргові зобов'язання центрального банку держави) від імені платників податків на користь уряду, виступають посередниками між платниками податків та урядом. Коли банк здійснює такий платіж, це означає, що платник податку виконав своє зобов'язання перед урядом, а саме податкове зобов'язання ліквідується.

Зараз ми здатні відповісти на питання, поставлене раніше: чому люди приймають та використовують директивну валюту уряду? Тому що державна валюта — основна (а часто і єдина) річ, яку уряд приймає для сплати податків та інших боргів на користь держави. Щоб уникнути штрафів та покарання за несплату податків (зокрема тюремного строку), платник податків має отримати національну валюту.

Нині, за умов посередництва банків, саме комерційний банк забезпечує надходження валюти від платників податків державі. Раніше платники податків робили це напряму: щоб сплатити податки, внески та штрафи на користь уряду, вони приносили в скарбницю монети, мірні палички або паперові купюри. Тепер банки переказують платежі платників податків до казначейства через рахунки в центральному банку, який відіграє роль державного банку. Про це ми поговоримо пізніше.

Звичайно, державну валюту використовують і з іншою метою: монетами можна розплачуватися, купуючи товар в автоматах; приватні борги можна виплачувати готівковою державною валютою (паперовими грошима); державна валюта може накопичуватися в скарбничках для майбутніх витрат. Та всі ці функції валюти другорядні й зумовлені бажанням уряду приймати її як податкові платежі.

Зрештою, причина цього — те, що будь-хто, хто має податкові зобов'язання, може використовувати валюту для їх ліквідації. Таким чином, національна валюта має попит, а отже, може бути залучена до приватних платіжних відносин. Уряд не може присилувати своїх громадян використовувати національну валюту для приватних платежів або накопичувати її в скарбничках, однак уряд може змусити використовувати державну валюту для задоволення податкових зобов'язань, які він визначає та накладає на суб'єктів економіки.

Тому ні резерви дорогоцінних металів (або іноземної валюти), ні закони, які регулюють легальні платіжні засоби, не потрібні для того, щоб забезпечити прийняття національної валюти. Усе, що потрібно, — це введення податкового зобов'язання, яке сплачується в національній валюті. Саме податкові зобов'язання (або інші обов'язкові платежі) перебувають, так би мовити, за лаштунками, тобто саме податки — це той фундамент, який забезпечує попит на національну валюту.

Що обіцяє уряд? Що заборгувала вам держава через власні IOU?

Фраза «обіцяю заплатити» на купюрі британського фунта стерлінгів, — перебільшення і насправді вводить нас у суттєву оману. На грошовій купюрі фактично має бути напис: «Я обіцяю прийняти цю банкноту в оплату податків». Ми знаємо, що казначейство Великобританії насправді нічого не платитиме (окрім іншої банкноти), коли буде пред'явлено 5-фунтову паперову купюру. Проте воно прийме — мусить прийняти цю купюру в оплату податків. Якщо казначейство відмовляється приймати власні IOU в оплату, це означає, що вона не виконує власних зобов'язань і щодо них відбувається дефолт.

Згадаймо слова колишнього президента Джорджа Буша-молодшого: «У Теннессі є давня приказка — знаю, що вона поширена в Техасі, можливо, в Теннессі: раз мене обдуриш — ганьба... ганьба тобі. Обдури мене раз — і тебе не можна обдурити знову».

Пробачте йому: очевидно, у свої студентські роки він забагато слухав Роджера Долтрі й гурт «The Who»99. Він мав на увазі, що, якщо уряд обдурить мене раз — хай йому буде соромно, але вдруге обдурити він мене не зможе.

Власне, усе це стало однією з ключових причин творення Банку Англії. Свого часу король Англії часто не виконував своїх фінансових зобов'язань, а отже, не був кредитоспроможним. Банк Англії був створений як посередник між некредитоспроможним королем і його підданими та повинен був узяти його боргові розписки та випустити власні боргові розписки для фінансування його витрат. Але про це іншим разом.

Ось так насправді й обмінюється національна валюта — не на золото, а на платежі на користь держави. На обліку податкових платежів

ми зупинимося згодом. Для нас зараз достатньо усвідомити, що податкові зобов'язання перед урядом виконуються з моменту передання (або сплати) власних IOU уряду уповноваженим збирачам податків.

Висновок: Податки керують грошима

Можемо зробити висновок, що податки керують грошима100. Спершу уряд директивно встановлює розрахункову національну грошову одиницю як одиницю обліку (долар — в Австралії, тенге — у Казахстані і песо — на Філіппінах). Далі накладає податкові зобов'язання на суб'єктів економіки в цій національній грошовій одиниці обліку. В усіх сучасних державах цього достатньо, щоб забезпечити деномінацію багатьох (насправді більшості) боргових контрактів, активів та цін у національній грошовій одиниці.

Зверніть увагу, яка асиметричність доступна владі: вона накладає на вас зобов'язання, змушуючи приймати ці боргові розписки. Хороший хід. Можете зробити так само, якщо ви король у своєму власному невеликому палаці. Можете оподаткувати дітей у власній сімейній валюті (назвемо її «петренко») та платити їм за виконану хатню роботу, щоб вони таким чином заробили валюту, необхідну, щоб сплатити податок. Якщо ви каратимете їх за несплату податків, вони важко працюватимуть, щоб отримати сімейні «петренки»!

Таким чином, уряд має можливість випускати власну валюту, що також номінована в національній грошовій одиниці обліку, допоки він приймає цю валюту в оплату податків. Не потрібно «забезпечувати» валюту дорогоцінним металом, так само як немає потреби ухвалювати закони про офіційний платіжний засіб, що вимагали б приймати національну валюту. Наприклад, замість того щоб викарбовувати на грошах напис «Ця банкнота — законний платіжний засіб для всіх заборгованостей, державних і приватних», треба домогтися від усіх суверенних урядів обіцянки, що «цю банкноту прийматимуть в оплату податку». Це гарантує, що валюту прийматимуть як усередині країни, так і за кордоном.

2.4. А якщо населення відмовляється приймати внутрішню валюту?

В останньому параграфі ми сформулювали та пояснили відповідь на таке запитання: чому ж усі приймають «директивні гроші», які не мають внутрішньої вартості, хоч вони і не забезпечені дорогоцінним металом? Ми доводили, що самих лише законів про офіційний платіжний засіб недостатньо, адже державі загалом дуже складно прослідкувати за його виконанням (винятком можуть бути власні платежі). Також нам відомо, що «директивні гроші» часто приймають навіть там, де їх використання в усіх

«державних та приватних» платежах не обов'язкове (наприклад, де немає законів, які регулюють офіційні платіжні засоби).

Ми дійшли висновку, що «податки керують грошима»: суверенна держава має повноваження обкладати податком та стягувати податкові зобов'язання, що може забезпечити попит на її валюту. Це трансакція, завдяки якій держава легко гарантує використання своїх «директивних грошей» — у платежах на її ж користь.

Ми також можемо зробити висновок, що працюватимуть й інші види зобов'язань: щоб сплатити збори, штрафи чи десятину, вам знадобиться щонайменше стільки валюти, скільки потрібно, щоб покрити ці платежі. Зрештою, ми усвідомлюємо, що влада, яка монополізує потрібний ресурс (землю, енергоресурси), може «називати свою ціну», тобто встановлювати, скільки слід віддати для того, щоб його отримати. Це теж може стимулювати валюту — знову ж таки, завдяки тому, що влада може вибирати форму, в якій здійснюються необхідні платежі.

Найкращий спосіб стимулювати валюту — установити обов'язковий платіж. Його доводиться робити, щоб не потрапити до в'язниці чи уникнути смерті від спраги101. Обов'язковий платіж, який має бути здійснений у власній валюті держави, гарантуватиме на неї попит. Навіть якщо хтось особисто не має сплачувати державі податки (чи збори), він, імовірно, все-таки прийматиме валюту, знаючи, що інші мають податкові зобов'язання, а тому прийматимуть валюту. Але скільки валюти буде прийнято? Чи може держава випустити більше, ніж потрібно на податкові зобов'язання? Наскільки більше?

Установлення і стягнення податкового зобов'язання заохочує прагнення володіти національною валютою принаймні серед тих, кого обкладають податком. Відповідно кількість національної валюти щонайменше дорівнюватиме податковим зобов'язанням, що будуть стягнені. У розвинених країнах населення виявляє бажання прийняти більше національної валюти, ніж це потрібно для сплати податків: зазвичай держава не знаходить продавців, що відмовляються продавати їй товари та послуги за її ж валюту. Скажімо, для Сполучених Штатів, Великої Британії чи Японії є нормою, що весь продаж усередині держави відбувається в її національній валюті. Ці суверенні уряди ніколи не стикаються із ситуацією, коли вони чогось не зможуть купити, випускаючи свою національну валюту102.

Варто дещо уточнити: коли щось продається за ціною в доларах США, це означає, що його можна купити за американську валюту. (Ми лише даємо одне застереження, яке роз'яснимо згодом: інколи, особливо для поштових платежів, паперова валюта і монети не використовуються. Та коли платіж здійснюється чеком чи в електронній формі, відбувається переміщення резервних грошей банків — спорідненого із готівкою явища. Пізніше ми з'ясуємо, чим насправді є ці банківські резерви).

Проте ситуація може бути кардинально іншою в країнах, що розвиваються, де іноземним валютам часто віддають перевагу в «приватних» трансакціях (платежах, що не стосуються держави). Без сумніву, населення прагне мати достатньо національної валюти, щоб виконати свої податкові зобов'язання, які, втім, можуть бути лімітовані зменшенням суми податків чи ухиляннням від їх сплати. Це обмежуватиме здатність уряду купувати

продукцію за власну валюту. У разі використання іноземної валюти у приватних платіжних операціях та поширеної практики мінімізації податків та ухиляння від їх сплати, населення не завжди й хоче тримати багато національної валюти своєї держави.

Ми можемо лише приблизно уявляти обмеження, яке накладається на державу, де населення віддає перевагу іноземній валюті. Скажімо, уряд установлює податкове зобов'язання, що дорівнює 1/3 визначеного ВВП. Та оскільки тіньовий сектор уникає звітності (зазвичай у тіньовій економіці досить важко встановити номінальну вартість неформальних контрактів між продавцями та покупцями товарів і послуг, щоб включити їх у ВВП), припустімо, що ВВП відображає лише половину реального рівня продукції.

Тепер уявімо, що уряд здатний зібрати лише половину встановлених податків, що зумовлено ухиляннням від їх сплати. Це означає, що стягнені податки дорівнюють лише 1/6 визначеного ВВП і лише 1/12 реального рівня продукції та доходу. (Привіт, Греціє! Звісно, я жартую, та насправді часто закидають, що ухиляння та зменшення суми податків, а також трансакції тіньового сектору зумовили дуже низький рівень податкових зборів у Греції, що, відповідно, сформувало великий державний дефіцит).

У такій ситуації уряд щонайменше зможе перенести 1/12 національного обсягу продукції у державний сектор, якщо витрачатиме національну валюту (бо тим, хто справді має платити податки, для цього потрібна національна валюта). На практиці держава, ймовірно, зможе охопити більш ніж 1/12 національного обсягу продукції, адже деякі «приватні» суб'єкти (внутрішні й, можливо, іноземні) забажають акумулювати національну валюту, а також інші платіжні вимоги до держави (наприклад, державні облігації). Пригадайте з попереднього обговорення, що державні дефіцити дозволяють нагромаджувати чисте фінансове багатство у формі державних фінансових зобов'язань. Тому уряд, імовірно, зможе викупити трохи більше за дванадцяту частину продукції, тоді як податкові збори дорівнюватимуть дванадцятій частині національного доходу, а деякі господарства та підприємства (чи іноземці) накопичуватимуть решту валюти, витраченої як чисте фінансове багатство (що дорівнює державному дефіциту).

Звичайно, ці розрахунки приблизні, адже ми ігноруємо, як оподаткування й урядові витрати, можуть позначитися на поведінці населення. Наприклад, стягнення податку може перевести більше виробництва на «чорний ринок», зумовивши зменшення розміру ВВП і загального доходу економіки, який підлягає оподаткуванню. Така сама логіка лежить в основі кривої Лаффера103: вважається, що вищі податкові ставки скоротять ВВП і, відповідно, податкові надходження.

Щоб охопити більший відсоток національного обсягу продукції, уряд має провадити політику, що (а) зменшить ухиляння від сплати податків і (б) легалізує більшу частину тіньового сектору. Такі дії збільшили б податки, якими обкладене населення, і дозволили б урядові отримати більше продукції, тому що попит на державну валюту був би вищий. Як варіант, уряд може знизити ціни, які він сплачує, утримуючи податки на одному рівні. Неймовірно, але, знижуючи свої ціни, уряд може перевести

більше реальних ресурсів у державний сектор, залишивши податкові зобов'язання на тому самому рівні.

Якщо податки становлять лише 1/12 національного обсягу продукції, саме тільки збільшення витрат уряду, спрямоване на те, щоб перевести більше ресурсів у державний сектор, може бути неефективним. Виникне загроза інфляції, бо продавці прийматимуть додаткову національну валюту, лише встановлюючи вищі ціни на свої товари та послуги (бо вже мають валюту, необхідну для сплати податкових зобов'язань, які, на їхню думку, будуть з них стягнені). І поза певним рівнем витрат уряд ризикує не знайти жодного продавця додаткової валюти. Водночас було б неправильно доводити, ніби податки «платять» за урядові витрати (пізніше ми докладніше пояснимо це твердження); правда в тому, що неможливість накладати та стягувати податкові зобов'язання обмежує кількість ресурсів, якими може розпоряджатися уряд.

Це порушує важливе питання. Завдання монетарної системи (з позиції емітента національної валюти) — перемістити частину ресурсів економіки в державний сектор; зі свого боку, податки створюють попит на необхідну для цього валюту. Уряду потрібен податок не для того, щоб одержувати дохід, а щоб забезпечити продаж праці, ресурсів та продукції виробництва за національну валюту. Більшість людей думає, що мета податку — формувати дохід держави, щоб вона могла дозволити собі витрачати. Різниця незначна, але висновки важливі. У державі не можуть закінчитися «необхідні для витрат кошти». Проте в суспільства може зникнути бажання продавати державі більше робочої сили, ресурсів та продукції за державну валюту — принаймні за фіксованою ціною. Щоб перемістити ще більше ресурсів, уряд міг би спробувати підняти ціни, які він сплачує (та це може не допомогти і водночас просто призвести до інфляції), або ж підвищити податки. Але податки підвищують не для того, щоб одержати дохід, а радше для того, щоб збільшити попит на валюту!

Проблема насправді не в «спроможності» уряду, а радше в його обмеженій здатності мобілізувати ресурси, бо часом він не може встановити та стягнути податки на достатньому рівні, щоб досягти бажаного результату. Уряд може завжди «дозволити собі» витрачати більше (тобто випустити більше валюти), але якщо він не може встановити податкових зобов'язань та вчасно стягнути податки, то економічні суб'єкти не будуть готові приймати національну валюту, продаючи державі товари та послуги.

Простішими словами, якщо населення вже оплатило податкові зобов'язання, які може стягнути уряд, а також заощадило трохи валюти для непередбачуваних обставин, воно дійде висновку, що не потребує національної валюти додатково. У такому разі підвищення податків могло б підняти попит на державну валюту (для сплати податків), що збільшило б кількість тих, хто продає урядові валюту. Доки уряд може встановлювати та стягувати більше податків, його реальні витрати будуть обмежені готовністю населення продавати йому товари та послуги за національну валюту. Це зумовлено тим, що для внутрішніх цілей (окрім сплати податків) більше використовується іноземна валюта. І якщо в розвинутих країнах це не проблема, то в країнах, що розвиваються, може бути серйозним обмеженням104.

У цьому параграфі ми припустили, що уряд витрачає та оподатковує, використовуючи валюту (банкноти та монети). На практиці уряди послуговуються чеками105 й дедалі частіше — електронними записами на банківських рахунках. Справді, уряд використовує комерційні банки для здійснення багатьох чи навіть більшості трансакцій, пов'язаних із власними витратами та оподаткуванням суб'єктів економіки. Далі ми опишемо «реальнішу» (порівняно із готівковою) схему фінансових потоків в оподаткуванні й державних витратах з використанням банківських рахунків. Така схема за своєю суттю не відрізняється від «готівкової», але все-таки вимагає розуміння банківських операцій, діяльності центрального банку та казначейства, про що йтиметься далі.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Ви стверджуєте, що національний уряд може купувати будь-що на продаж за свою власну валюту. Але чому тоді він не може вийти на ринки іноземних валют, отримати іноземну валюту, а тоді купити все, що продається в усіх валютах?

Відповідь: Тому що «танго танцюють удвох». Накладаючи податкові зобов'язання у власній валюті, уряд забезпечує умови, коли громадяни та суб'єкти господарювання його країни охоче продають або постачають робочу силу, товари та послуги державі за її ж валюту. Зазвичай національний уряд не може оподатковувати іноземців у їхній власній країні: це вважається зазіханням на суверенітет й уряд іншої держави не допустить такого податку (уявіть, якби Греція спробувала закрити свій дефіцит бюджету за рахунок стягнення податку з німців!).

Так, уряд Казахстану не може присилувати італійців платити податки у тенге. Щоб купувати речі в італійців, казахстанський уряд буде змушений використовувати євро. Слід, однак, узяти до уваги, що за свої товари та послуги італійці можуть погодитися приймати тенге, національну валюту Казахстану. У цьому випадку урядові Казахстану не доведеться зіткнутися з проблемою доступності. Проте італійці не хочуть приймати оплату в тенге. Тому казахстанський уряд може вийти на ринки «Форекс» й обміняти тенге на євро за ринковим обмінним курсом. У зв'язку із цим постає питання попиту на тенге на ринках «Форекс». Тенге, можливо, ніколи не закінчиться, однак валютний курс може змінитися не на користь тенге. У найгіршому випадку може не бути охочих купити тенге, навіть якщо валютний курс щодо євро необмежений. Хтось скаже: «Так це ж Зімбабве! Веймарська республіка!». Я не стверджую, що це неодмінно станеться. Я лише наголошую, що нам слід бути обережними з нашими заявами. На внутрішньому ринку держава може купити будь-що, що продається за її валюту. І може створити попит на свою валюту, стягуючи податки. Однак якщо товар продається лише в іноземній валюті, уряд Казахстану, ймовірно, не зможе придбати його за свої тенге, а отже, зіткнеться з реаліями валютних ринків.

2.5. Ведення рахунків у грошовій одиниці обліку

У цьому параграфі ми повернемося до розгляду відмінностей між фінансовими запасами та потоками, а також спробуємо поміркувати про фінансову систему як про гігантське електронне табло на олімпійському стадіоні, що показує рахунок у грошовій одиниці обліку. Наші рахунки переважно обслуговують саме комерційні банки. Вони виконують платіжні доручення своїх клієнтів. Загалом такі платежі здійснюються на користь інших комерційних банків або центрального банку. Комерційні банки переказують кошти, використовуючи власні зобов'язання (зазвичай це залишки за поточними рахунками або депозитами на вимогу), номіновані в грошовій одиниці обліку. Зазвичай такі операції відбуваються в електронній формі, через бухгалтерські проводки за дебетом та кредитом, які змінюють баланси як комерційних банків, так і інших економічних суб'єктів.

Запаси та потоки, номіновані в національній грошовій одиниці обліку

Вище ми розглянули, що таке фінансові запаси та потоки, а також з'ясували, як вони пов'язані між собою (рекомендуємо переглянути попередню дискусію про запаси, потоки і їхній взаємозв'язок; нагадаємо: потоки накопичуються в запаси). Фінансові запаси та потоки номіновані в національній грошовій одиниці обліку. У цьому параграфі ми зупинимося на особливостях ведення рахунку запасів та потоків у грошовій одиниці обліку. І у зв'язку із цим звернемося до питання про зв'язок між «грошима» та «витратами» — з'ясуємо, як же ми «платимо» за товар.

Як нам уже відомо, грошова одиниця обліку — це майже завжди національна валюта, тобто грошова одиниця обліку, яку обрав уряд. Проте в деяких випадках рахунки ведуть в іноземній валюті. Ми обмежимося завданнями цього розділу й проігноруємо це ускладнення; припустимо, що весь облік, описаний тут, відбувається в єдиній національній одиниці обліку. Почнімо з прикладу найманого працівника, який отримує зарплату.

Уявімо, що, працюючи, найманий працівник одержує щомісячний потік заробітних плат, номінованих у грошовій одиниці обліку, та накопичує грошові вимоги до свого працедавця. У день оплати працедавець ліквідовує борг, виписуючи платіжне доручення на банк, який його обслуговує (уявімо також, що працівника та працедавця обслуговує один банк). Таке платіжне доручення містить розпорядження банку про перерахування зарплати з поточного рахунку працедавця на поточний рахунок працівника. По суті, у результаті його виконання зобов'язання банку перед працедавцем змінюються на зобов'язання банку перед працівником, які, знову ж таки, номіновані в національній грошовій одиниці обліку.

За бажанням працівник може отримати готівку за залишком свого поточного банківського рахунку в державній валюті — паперові купюри чи металеві монети, які також є борговими зобов'язаннями, але цього разу уряду. Щоб виконати цю операцію, центральний банк зменшить на своєму

балансі залишок резервів банку106 працедавця на суму, що дорівнює виплаченій працівникові готівці.

Як цілком реалістичний варіант, працівник може обслуговуватися в іншому банку, ніж його працедавець. Тоді працедавець надає розпорядження на зарахування зарплати працівникові, а обслуговуючий банк зменшує свої зобов'язання перед працедавцем на суму зарплати й передає інструкцію центральному банку щодо зарахування цієї суми на поточний рахунок працівника в його обслуговуючому банку. Центральний банк на своєму балансі зменшить залишок резервів банку працедавця й одночасно збільшить на таку саму суму залишок резервів банкові працівника107. І наостанок, обслуговуючий банк працівника збільшить свої зобов'язання перед ним у вигляді залишку на його поточному рахунку108, номінованому в національній грошовій одиниці обліку.

Дохід у формі зарплати, який не використовується для споживчих покупок, відображає потік заощаджень, накопичених як запаси багатства. Заощадження можуть зберігатися як банківський депозит, тобто фінансове багатство (банківське зобов'язання). Коли надходить час сплачувати податки, працівник виписує відповідне платіжне доручення на користь уряду, який тоді дебетує резерви банку працівника (а банк дебетує депозит працівника). Резерви — це лише особлива форма державної валюти, яку використовують банки, щоб переказувати платежі один одному й державі. Як і кожна валюта, резерви — це боргові розписки уряду.

Отже, коли податки сплачено, податкове зобов'язання платника податку перед урядом ліквідується. Водночас ліквідуються і боргові зобов'язання уряду, що набувають форми банківських резервів. Податковий платіж зменшує фінансове багатство працівника, адже його банківський депозит дебетується на суму податкового платежу.

Можна вважати потік податків, якими обкладають працівників, обов'язком сплачувати урядові, скажімо, 10 % із погодинної зарплати. Зобов'язання перед урядом зі сплати податку накопичується протягом тижня, поки здобуваються зарплати, і становлять собою вимогу на багатство працівника. Після сплати податків податкове зобов'язання, визначене в грошовій одиниці обліку, ліквідується, зменшуючи фінансове багатство працівника (і дебетуючи депозити, що також визначені в грошовій одиниці обліку), а уряд дебетує банківські резерви.

Водночас актив уряду (податкове зобов'язання працівника), як і його зобов'язання (резерви, що їх утримують приватні банки), ліквідується, коли податки сплачено.

Інколи корисно порівнювати ці потоки із тим, як вода, що збирається за дамбою, витікає в річку (пригадайте приклад із проточною системою з розділу 1). Проте важливо розуміти, що ці монетарні запаси й потоки — у принципі ніщо інше, як облікові записи, вимірювані в грошовій одиниці обліку. На відміну від води в джерелі чи води, що збирається в резервуарі за дамбою, гроші, що «течуть» або заощаджуються, не конче повинні мати фізичну форму, окрім як у записах на папері чи електричних зарядах на жорсткому диску комп'ютера (аналогія з проточною системою пояснює фінансові запаси й потоки).

Справді, в сучасній економіці зарплати можна безпосередньо зараховувати на банківські рахунки, а податки — сплачувати, не використовуючи чеків — шляхом їх безпосереднього списання з рахунків (проведення бухгалтерської проводки з дебету рахунків платників податку). Нам легко уявити той момент, коли ми повністю відмовимося від готівки (монет та паперових купюр), а також чекових книжок, і здійснюватимемо всі платежі через електронні записи на жорстких дисках комп'ютерів. Усе фінансове багатство так само можна обліковувати, не використовуючи паперу. Уже зараз більша частина платежів та фінансового багатства — це електронні записи, номіновані в національній грошовій одиниці обліку. Платіж передбачає електронне списання (дебет) з рахунку платника і водночас зарахування платежу (кредит) на рахунок отримувача, і все це відбувається за допомогою електричних комп'ютерних імпульсів.

Уявімо, що найманий працівник працює на державу. Наприкінці місяця казначейство виписує йому зарплатний чек, і він розміщує його у своєму банку. Відповідно банк зараховує суму чека на його поточний рахунок (депозит на вимогу) та надсилає чек у банк уряду — центральний банк. Центральний банк поповнює резерви банку109 працівника на суму чека. Сьогодні казначейства мають поточні рахунки у власному банку — у центральному банку держави. Центральний банк дебетує депозитний рахунок казначейства на суму, що дорівнює розміру зарплати. І це все також можна зробити в електронній формі.

Пізніше ми спеціально зупинимося на тому, як казначейство та центральний банк разом працюють для проведення й отримання державних платежів.

Фінансова система як електронне табло

Сучасна фінансова система — це розвинена операційна система обліку, щось на кшталт фінансових рахунків у грі під назвою «життя в капіталістичній економіці».

Для тих, кому знайомий такий вид спорту, як американський футбол, фінансове ведення рахунку можна порівняти зі спортивним табло. Коли команда заробляє тачдаун, чиновник-суддя нараховує очки, а на відповідну комбінацію світлодіодів надходять електронні імпульси, і табло показує цифру шість. Далі загальна кількість очок для кожної команди коригується залежно від успіхів кожної команди.

Очки — це не щось фізичне; вони просто відображають успішність кожної команди відповідно до правил гри. Вони не «підкріплені» фізичними явищами, але це цінна інформація, тому що команда, яка заробить найбільше очок, стане «переможцем» і, можливо, одержить великий грошовий приз.

До того ж іноді очки знімають після того, як офіційні особи доходять висновку, що було порушено правила, і призначають

пенальті. Зняті очки нікуди не йдуть, вони просто зникають, коли суддя списує їх із рахунку.

Так само і в грі під назвою «життя»: зароблений дохід дає «очки», які кладуть на «рахунок» у фінансових установах. Але, на відміну від футбольної гри, у житті кожне «очко», призначене якомусь «гравцеві», списується з «рахунку» іншого — або шляхом зменшення активів платника, або через збільшення його зобов'язань. Бухгалтери в грі «життя» дуже сумлінно намагаються забезпечувати постійний баланс фінансових рахунків. Виплата зарплат зумовлює дебет «рахунку» працедавця в банку і кредит на «рахунок» працівника, та водночас ліквідує неявний обов'язок працедавця щодо виплати заслуженої заробітної плати, а також законну накопичену вимогу працівника на зарплату.

Звісно, гра під назвою «життя» трохи складніша за футбол, однак ідея про те, що грошовий рахунок дуже схожий на рахунок в спортивній грі, допоможе нам запам'ятати, що гроші — це не «річ», а радше одиниця обліку, в якій ми записуємо всі дебети та кредити — так звані «очки», які майже завжди зберігаються в грошовій одиниці обліку суверенної держави.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи всі гроші — це борг?

Відповідь: Так, усі грошові «знаки» — це записи, що засвідчують борг. Нам слід чітко усвідомлювати різницю між грошима як одиницями обліку, в яких визначають ціни, зберігають фінансові записи й номінують борги, та фактичними записами, або ж грошовими знаками (грошовими записами).

Запитання: Чи можна вважати валюту «карткою звільнення з в'язниці»110?

Відповідь: Без сумніву. У країнах Єврозони, які зіткнулися з борговою кризою, лунають пропозиції, щоб держава випускала «облігації під подальші податкові надходження», що підлягають погашенню урядом, коли економічні суб'єкти використовують їх для податкових платежів на користь держави. Вони могли б циркулювати як валюта, оминаючи обмеження на державні витрати. Вважайте валюту «податковими кредитами», що можуть бути використані для сплати податків задля уникнення в'язниці.

Запитання: Яка різниця між грошовими одиницями обліку та засобами розрахунку?

Відповідь: Уявіть собі це так: грошові одиниці обліку — це міра (так само, як метр, кілометр, сантиметр); засоби розрахунку — річ, що вимірюється (наприклад, мірою довжини вимірюється нога, рука, мочка вуха). Національна валюта — це IOU уряду, а депозитні рахунки — банківські IOU, але і ті, і ті вимірюються в грошових одиницях обліку (у доларах, єнах, євро). IOU — це борг, а отже, урядові IOU — теж борги, так само як депозитні рахунки — це IOU банків. Ми номінуємо ці борги в грошових одиницях обліку, і обидва їх види — національна валюта і

банківські депозити — можуть бути використані як засіб обміну або розрахунку.

2.6. Суверенна валюта і монетизація реальних активів

Як «монетизуються» реальні активи?

Століття тому багато людей власноруч будували свої домівки, забираючи землі, придатні для господарювання, у незайманої природи, полювали на левів, тигрів та ведмедів, яких так боялася Дороті (з відомої книжки «Чарівник країни Оз»), та воювали із корінним населенням (особливо ганебний епізод в історії багатьох завойовників, що заснували сучасні держави). Вони орали землю та сіяли зерно. Можливо, продавали частину врожаю, зібраного на своїй фермі, купували якісь товари і сплачували податки. Та переважно вони проживали своє життя, не особливо користуючись грішми. У них було кілька фінансових боргів та кілька фінансових активів. Звісно, вони мали реальні активи, і ці активи були продуктивними (навіть якщо продукцію вони здебільшого споживали у власному домогосподарстві). Якщо буде потрібно, ми зможемо визначити монетарну вартість усіх цих активів. Та з погляду тих «колонізаторів», монетарний облік, звичайно, був би досить безглуздим заняттям (термін «колонізатор» загалом широко вживаний, проте дуже невдалий, адже ігнорує те, на що перетворилося існування корінного населення, тварин і довкілля). Вони могли й не дотримуватися монетарного обліку, принаймні доки б не вирішили продати власну ферму та провести пенсію на пляжі у Флориді.

Сьогодні, коли ви, наприклад, робите прибудову до своєї оселі, це підвищує її вартість, і ви можете додати її до свого загального чистого багатства (звісно, вирахувавши позики чи взявши до уваги, скільки заощаджень ви витратили, щоб купити будівельні матеріали). Продаючи нерухомість, ви реалізуєте її вартість у грошовій формі (враховуючи додаткову вартість прибудови).

Питання в тому, звідки взялися гроші, які ви отримали, коли продали нерухомість? Так, покупець вашої нерухомості випустив власне IOU на користь фінансової компанії, що спеціалізується на іпотечному кредитуванні; щоб покрити додаткову вартість майна, що збільшилась через вашу прибудову, позика має бути трохи більшою. Коли ви продаєте свою нерухомість, то реалізуєте «реальний актив», який ви створили (як прибудову).

Уявімо, що покупець замість того, щоб позичати кошти, заплатив «готівкою» зі свого банківського депозиту. Але нам кортить дізнатися, як же було зараховано кошти на депозитний рахунок покупця: через свою допитливість щодо походження грошей ми ризикуємо потрапити в нескінченну регресію. Цілком можливо, що покупець вашої нерухомості просто продав свій будинок на Східному узбережжі Каліфорнії вже іншому покупцеві, який оформив іпотечний кредит. Тож депозитний рахунок, з якого

купують вашу нерухомість, може брати початок від банківської позики того покупця, що придбав будинок у Каліфорнії. Справа в тім, що банки надають кредит, приймаючи на свій баланс IOU позичальника (які обліковуються як банківський актив) і водночас створюючи депозит до запитання (IOU банку, що утримує його вкладник). Отак ми знову з'ясували, що кредит створив «гроші», які покупець вашого будинку зберігав на своєму поточному банківському рахунку.

Ви можете розглянути нескінченну кількість сценаріїв, і щоразу переконуватиметесь, що спочатку був кредит. Депозит до запитання, який ви отримуєте, коли продаєте власність, — це банківське IOU, створене тоді, коли банк прийняв IOU свого позичальника. Подумайте про це так: усі банківські депозити починаються від бухгалтерських проводок, які банки здійснили у своїх комп'ютерних системах обліку111; ці проводки мали місце, коли банки прийняли на баланс IOU своїх позичальників. Отже, банківський кредит — це передумова всіх покупок за участю депозитів до запитання.

Таким чином, реальні активи можуть бути монетизовані, коли хтось бере в борг.

Існує один важливий виняток. Припустімо, покупець вийшов на пенсію і живе на соціальне забезпечення. Він роками заощаджував свої виплати, щоб купити ваш будинок (і гараж, який ви прибудували). Щомісяця казначейство здійснює бухгалтерську проводку в своїй комп'ютерній системі обліку, створюючи виплату для нашого пенсіонера. Виплата соціального забезпечення формується як IOU банку, в якому відкрито його поточний рахунок (депозит до запитання), і водночас у тому самому банку кредитується (тобто збільшується залишок) його резервний рахунок у Федеральній резервній системі112.

Витрачаючи кошти, держава створює «чисті фінансові активи» для недержавного сектору у вигляді банківських резервів, казначейських облігацій або готівки113. Щоб виплатити соціальне забезпечення, держава здійснює чотири бухгалтерські записи114 у своїх комп'ютерних системах обліку:

Пенсіонер: (+) депозит до запитання в банку як актив власника рахунку

Банк: (+) резервні гроші на рахунку в ФРС як актив власника рахунку; (+) депозит до запитання як зобов'язання перед пенсіонером

Держава: (+) резервні гроші до запитання як зобов'язання перед банком пенсіонера

Зверніть увагу, що за умови подвійного запису кожен елемент уводять двічі — раз як «актив» і раз як «зобов'язання». Позиція банку зводиться до нуля: він володіє резервами, що точно дорівнюють депозиту до запитання. Державні IOU зростають, що дорівнює сумі збільшення цього депозиту. Це збільшення депозиту до запитання додається до вже наявних недержавних чистих фінансових активів.

Для допитливих читачів: у наведеному прикладі для соціальних виплат роблять ще два бухгалтерські записи. Якщо створено програму соціального забезпечення з відбором учасників, здійснюється запис у пасивах державного балансу, що дорівнює соціальним виплатам, які підлягають сплаті, і водночас запис в активах балансу недержавного сектору, що дорівнює виплатам, які підлягають отриманню. Обидва записи, звичайно, свідчать про виконання платежів у майбутньому (зазвичай протягом року). Коли уряд здійснює виплати, його «виплати, призначені для конкретної категорії населення»115, дебетуються, так само як і недержавні «виплати, що має отримати уряд»116. Розчерком пера Конгрес117 поклав на уряд зобов'язання на суму соціальної допомоги, що підлягає виплаті, й водночас створив багатство для приватного сектору на ту саму суму соціальної допомоги, яку він отримуватиме впродовж фінансового року. Таке умовне багатство, створене за допомогою бухгалтерської проводки, перетворюється на «реальність» завдяки монетизації соціальної допомоги: казначейство зараховує на банківські резервні рахунки монетарні IOU уряду на суму допомоги й водночас таку саму суму — на депозити до запитання її одержувачів.

Зверніть увагу: якщо уряд вирішив придбати якісь реальні активи, він купує їх, безпосередньо випускаючи валюту. Ця валюта — монетарні IOU уряду, і відповідно державна монетизація, знову ж таки, не потребує ніякого боргу приватного сектору.

Ми підходимо до того, що приватному сектору не потрібно «тонути в боргах» для того, щоб отримати «гроші», — звичайно, лише доти, доки уряд їх дає. Отже, якщо взяти закриту економіку загалом і підсумувати чисті фінансові активи, виявиться, що їх сума дорівнює нулю: в нашому прикладі IOU уряду дорівнюють вкладам до запитання пенсіонера. Але для недержавного сектору монетарні IOU держави — у формі резервів центрального банку, готівки або казначейських облігацій — становлять собою чисте фінансове багатство.

А як щодо реального багатства? У державній власності перебуває безліч реальних активів: мости, дороги, парки, громадські будівлі, бомби, авіаносці тощо. Вони додаються до чистого національного багатства.

Нарешті, ми маємо звернути увагу на реальні й фінансові вимоги проти іноземців (нерезидентів), а також на реальні й фінансові вимоги іноземців проти громадян (резидентів). Очевидно, що чисте фінансове багатство (а також загальне чисте багатство) може бути позитивним або негативним. Ці вимоги виражені в різних валютах, а тому в розрахунках потрібно використовувати обмінні курси.

Деякі читачі можуть запитати, а хіба самодостатній фермер не міг би відмовитися від вирощування власного зерна, що дозволяє йому заробляти на задоволення власних потреб, а витратити вільний час на розвідування золота, яке він реалізовував би на ринках предметів розкоші? Хіба він не міг би стати достатньо багатим, ніколи насправді не беручи участі в ринковій економіці, але накопичуючи величезний скарб золота? Хіба золото — це не фінансове багатство?

Звісно, це лише наш робочий приклад. Незважаючи на те, що золоте багатство яскраве й блискуче, воно не таке вже й корисне. Замість того щоб розчистити ліс і збудувати будинок із добротним сараєм, я рию ями й шукаю золото. Я можу оцінити його за ринковою вартістю (так само, як і свій сарай). Тепер я хочу продати його, бо мені потрібно, наприклад, поповнити свій банківський рахунок. Яким чином хтось купує в мене золото? Точнісінько так само, як і в прикладі з іпотекою: покупець іде в банк, пропонує свої IOU, його депозит до запитання поповнюють, він виписує платіжне розпорядження й перераховує суму зі свого депозиту до запитання на депозитний рахунок продавця золота.

Або, скажімо, покупець уже має достатній залишок на своєму банківському депозиті до запитання. Що ж, це ще одна нескінченна регресія; і почалася вона з позики. Іншими словами, золото не може стати фінансовим багатством доти, доки немає боржника банку, який здійснює монетизацію золота, купуючи її в продавця.

Держава — це, знову ж таки, виняток. Якщо я продаю їй золото, вона поповнює мій депозит до запитання й водночас збільшує на таку саму суму резерви мого банку в центральному банку. Купівля золота для держави — це те саме, що й виплати соціального забезпечення, за винятком того, що держава тепер має подбати ще й про укріплене сховище для золота і про те, як уберегти його від бандитів. І все це заради того, щоб золото не забрали й не використали в якийсь інший спосіб, наприклад, на стоматологічні коронки. (Правда ж, у цьому є сенс? Нам потрібно почати кампанію під назвою «Звільнімо золото!»).

Тепер ця різниця між реальним і фінансовим багатством має бути зрозумілою. І все-таки чимало найцікавіших видів діяльності в будь-якому суспільстві перебувають за межами (або переважно за межами) грошово-кредитної сфери. І це важливо: грошово-кредитна сфера не зможе довго існувати без цих негрошових видів діяльності. На мою особисту думку, ця постійна «монетизація» дедалі більшої кількості видів діяльності створює чимало проблем і, схоже, ставить під загрозу виживання нашого виду, так само як і багатьох інших видів на Землі. Також я проти присвоєння грошової вартості таким речам, як догляд за власними дітьми, — того, що економісти за звичкою роблять.

Але, зрештою, це посібник про сучасні гроші, а тому більшу частину нашої уваги ми звертаємо саме на них, ігноруючи при цьому справді цікавий матеріал, який вивчають антропологи, політологи, психологи та історики мистецтва.

2.7. Умови стійкості

Цей параграф доволі технічний, хоч ми і намагаємося використовувати прості приклади для інтуїтивного сприйняття. Наприкінці розділу подано математичний додаток, але, щоб усвідомити основні моменти, розуміти його взагалі не обов’язково. Тут ми маємо справу з тим, що

турбує вкрай допитливих та озброєних математичними формулами економістів: чи існує стійке максимальне відношення державного дефіциту? І чи буває максимальний баланс рахунку поточних операцій стійким? Звісно, звичайних людей теж непокоять ці питання. Після боргової кризи в групі держав PIIGS (Португалія, Ірландія, Італія, Греція та Іспанія118) багато хто запитує: наскільки великим може бути державний дефіцит, щоб це не зумовлювало виникнення кризи? І багато хто переймається стійкістю дефіциту торговельного балансу США. Тож у цьому параграфі ми розглянемо умови стійкості. Тож з'ясуймо все послідовно.

«Умови стійкості» державного дефіциту

Серед економічних експертів стало модно вивчати бюджетні позиції держав, щоб визначити, чи здатні вони існувати вічно119. Можна навести чимало заперечень щодо таких суто інтелектуальних вправ. Певна річ, жоден уряд не вічний, і тому будь-яка подібна вправа — це гаяння часу. Якось економіст Герб Стайн120 поглузував із цього, зауваживши, що нестійкі процеси стійкими не стануть. Щось зміниться. Це трохи наближає нас до пояснення таких підходів. Власне, якщо ми маємо справу із суверенним дефіцитом бюджету, то мусимо спочатку зрозуміти, що стійке, а що — ні. Для цього ми спиратимемося на раціональні приклади, адже роздмухувати істерію про бюджетні дефіцити уряду не має сенсу.

Спочатку розгляньмо простіший нестійкий процес. Припустімо, один хлопець — назвемо його Морганом — вирішив повторити експеримент Моргана Сперлока із документального фільму «Подвійна порція», який вийшов 2004 року121. Так от, щоденний раціон Моргана містить 5 тисяч калорій. Його організм спалює 2 тисячі калорій, але через надлишкові 3 тисячі калорій він щодня набирає по півкілограма. Якщо 1 січня він важив 90 кілограмів, то до кінця року — понад 260 кілограмів. Через 100 років Морган важитиме 18,5 тонн — гладкий, еге ж? Але ми на цьому не зупинятимемося. Через 100 тисяч років його вага становитиме понад 18 тисяч тонн, а через кілька мільйонів років він уже стане достатньо важким, щоб впливати на обертання Землі навколо своєї осі й навколо Сонця. Але для особливо допитливих це ще не досить тривалий період — ми повинні стежити за процесом до нескінченності: тоді Морган, як і Всесвіт, важитиме нескінченно багато, і, якщо він ростиме швидше, ніж розширятиметься Всесвіт, решта Всесвіту буде нескінченно меншою за самого Моргана. Виходить, так, це нестійкій процес. Які ж ми всі розумні, чи не так?

Але чи протікатиме цей процес саме так? Авжеж, ні. По-перше, Морган не безсмертний; по-друге, він або лусне (в буквальному розумінні цього слова), або сяде на дієту; і по-третє (що найголовніше), його тіло пристосовуватиметься. Коли маса тіла збільшиться, він спалюватиме більше ніж 2 тисячі калорій на день (швидкість спалювання калорій може зрости до 5 тисяч калорій на день), а його тіло використовуватиме їжу менш ефективно. Таким чином, він перестане набирати

вагу задовго до того, як стане чорною дірою в космосі. Герб Стайн мав рацію.

Наша невеличка інтелектуальна вправа була докорінно хибна. Ми взяли до уваги фіксовану калорійність прийому їжі (вхідний потік) і фіксовану швидкість спалювання калорій (потік споживання), різниця між якими накопичується в запас (збільшення маси тіла) з фіксованою швидкістю (по суті, жирові «заощадження»). Однак ми не врахували метаболізму й того, що поведінка може пристосовуватись. І тому, з огляду на використання нескінченної екстраполяції, всі ці абсурдні умови звелися до остаточного абсурду. А все, що зводиться до логічного абсурду, нестійке. Як ми побачимо далі, таку фальсифікацію використовують противники дефіциту, щоб «довести», що дефіцит федерального бюджету США — нестійкий.

Противники дефіциту використовують схожий фокус, але зі зворотними вхідними й вихідними даними. Замість прийомів їжі у вхідних даних — зростання ВВП; замість спалювання калорій — проценти, які ми платимо; а замість збільшення ваги на виході маємо дефіцит бюджету, що накопичується до суми державного боргу. Щоб фальсифікувати модель і довести її нестійкість, достатньо лишень установити процентну ставку на рівні, вищому за темпи зростання (це як коли Морган з'їдає 5 тисяч калорій, а спалює лише 2 тисячі), — і рівень боргу122 зростатиме до нестійкого рівня (так само, як живіт і все Морганове тіло гладшатиме без обмежень). Подивімося, як це працює.

Почнімо з простого прикладу — двох секторів: державного і приватного. Наша держава підтримує профіцит, витрачаючи менше своїх доходів (податкових надходжень); приватний сектор, навпаки, підтримує дефіцит (витрачає більше за свій дохід). Як ми знаємо, це означає, що приватний сектор нарощує заборгованість, яку уряд утримує як актив (профіцит державного бюджету реалізується у формі накопичення фінансових зобов'язань приватного сектору). Приватний сектор повинен обслуговувати борг, сплачуючи відсотки; це, звичайно, збільшує його дефіцит (відсотки — це додаткові витрати з його доходу). Як і у випадку з нашим Морганом на прізвисько «Подвійна порція», умови стійкості визначатиме процентна ставка, темп зростання доходу (або ВВП) і дефіцит приватного сектору.

Джеймз Ґелбрейт123 винайшов типову модель, за якою можна оцінити стійкість дефіцитних витрат. Ключова формула така:

?d = ?s + d * [(r ? g) / (1 + g)]

Тут d — початкове відношення боргу до ВВП; s — «первинний профіцит», або профіцит бюджету після обрахунку чистих процентних платежів (як частки ВВП); r — реальна процентна ставка; * означає множення, а g — реальний темп зростання ВВП (публікація доступна за посиланням: http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=1379).

Ця модель дещо заскладна для пересічного читача, але її основна ідея в тому, що (враховуючи співвідношення між первинним профіцитом і початковим рівнем боргу — обидва у формі відношення до ВВП) доти, доки процентна ставка (r) перевищуватиме темпи росту (g), боргове співвідношення буде зростати. Ґелбрейт наводив ці ключові елементи моделі

в «реальному» вираженні, тобто з поправкою на інфляцію. Але насправді це не має значення. Ми можемо представити їх у номінальному вираженні, адже коригування даних на темпи інфляції лише зменшує всі елементи формули на рівень інфляції. Зверніть увагу, що вихідне співвідношення боргу (d), так само як і первинний профіцит (те, яким був би бюджет приватного сектору, якби не потрібно було сплачувати відсотки), теж відіграє певну роль. Ґелбрейт доводить, що початкове відношення боргу не має великого значення (початкова вага Моргана також не важлива, бо в будь-якому випадку ростиме до нескінченно великого показника).

Не потрібно занадто зациклюватися на математиці, щоб побачити: якщо процентна ставка перевищує темпи зростання, боргове співвідношення буде рости. Якщо ми спостерігаємо це на часовому проміжку тривалістю вічність, таке співвідношення стає великим. Дуже великим. Звучить погано, але так і є. Згадайте, що Велика фінансова криза значною мірою спричинена саме серйозною заборгованістю приватного сектору, чий дохід не зростав достатньо швидко, що унеможливлювало виплату відсотків. Велика фінансова криза — це щось на зразок того моменту, коли наш Морган-«Подвійна порція» вибухає від переїдання, що запобігає подальшому зростанню маси його тіла до нескінченності. Власне, для економіки США було б ліпше, якби їй влаштували боргову дієту, але голови Федеральної резервної системи добродії Алан Ґрінспен та Бен Бернанке124 були проти «втручання» у справи фінансистів-шахраїв із Волл-стрит. Тому вони дозволили американській фінансовій системі збільшуватися доти, доки бульбашка не луснула.

А тепер розгляньмо протилежну ситуацію. Уявімо, що уряд підтримує дефіцит бюджету, а приватний сектор — профіцит. Ми можемо вивести таке саме рівняння, яке було наведено вище. Варто наголосити, що стійкий дефіцит не означає зростання рівня боргу: це буде залежати від співвідношення між r (процентною ставкою) і g (темпом зростання ВВП). Джеймз Ґелбрейт показує, що навіть постійний (і «високий») первинний дефіцит — стійкий, якщо процентна ставка достатньо низька, бо зрештою рівень боргу перестане рости (у блоці-вставці наприкінці цього розділу розглянуто кілька сценаріїв еволюції рівня боргу залежно від балансу державного сектору). Проте економічні експерти мають рацію, коли кажуть, що в деяких випадках співвідношення між процентними ставками, темпами зростання економіки та первинним дефіцитом рівень державного боргу може вибухнути. Тож ситуація, напевне, нестійка, якщо сягає аж нескінченності або й далі, чи не так?

Але стривайте. А чи такий хід думок не суперечить здоровому глузду? Ми вже з'ясували, що наш гладун Морган пристосовуватиметься: сяде на дієту, пришвидшить свій метаболізм, зменшить ефективність поглинання калорій. Якщо він не лусне, то досягне певної «рівноваги», в якій споживання калорій дорівнюватиме швидкості їх спалювання; і тіло зрештою перестане набирати вагу.

А як щодо нашого надвеликого державного сектору? Ось деякі можливі наслідки постійного дефіциту державного бюджету, який росте так швидко, що це призводить до збільшення процентних платежів і рівня державного боргу:

1. Інфляція: це призводить до збільшення податкових надходжень, тож вони ростуть швидше за державні витрати, тим самим знижуючи дефіцит (багато хто, зокрема й Ґелбрейт, указує на тенденцію до виникнення «негативних» реальних процентних ставок). Іншими словами, (номінальний) темп зростання економіки перевищує відсоткову ставку, що змінює тенденцію на протилежну, а саме: дефіцит бюджету знижується, а рівень державного боргу перестає зростати. Це еквівалентно підвищенню швидкості спалювання калорій в організмі Моргана, що зупиняє подальше зростання його ваги.

2. Економія: держава може скоригувати свою фіскальну політику (підвищуючи податки й зменшуючи витрати, щоб зменшити дефіцит). Це еквівалентно рішенню Моргана сісти на дієту. Звичайно, тут знову на думку спадає вислів про «танго, яке танцюють удвох». Підвищення податкових ставок не обов'язково покращить ситуацію з дефіцитом державного бюджету, адже це може призвести до зниження темпів економічного зростання. Насправді це навпаки може пришвидшити темпи зростання рівня державного боргу. Підвищення податкових ставок скоротить дефіцит у державному секторі тільки тоді, коли недержавний сектор зменшить свій профіцит (витрачатиме більше, що збереже темпи росту економіки).

3. Приватний сектор скоригує свої фінансові потоки (витрати й заощадження) у відповідь на державну політику. Якщо держава постійно витрачає більше власного доходу, вона примножуватиме чисте багатство приватного сектору, і державні процентні платежі збільшуватимуть доходи приватного сектору. Складно повірити, що рівень державного боргу, який прямує до нескінченності (це означає, що чисте багатство приватного сектору також прямує до нескінченності), не збільшить витрат у приватному секторі. Зазвичай це називають «ефектом багатства». Тобто державний борг — це приватне багатство, й оскільки воно зростає необмежено, це зрештою збільшуватиме витрати порівняно з доходами приватного сектору, скорочуючи дефіцит бюджету в міру зростання податкових надходжень. Крім того, доходи приватного сектору охоплюють державні процентні платежі, тому зростання відсоткових виплат за державним боргом може сприяти нарощенню споживання. І нарешті, приватний сектор не задовольниться споживанням, меншим за потік його доходів (бо його багатство зросте), і скоригує свою поведінку щодо заощаджень. Якщо приватний сектор намагається скоротити свій профіцит, це може бути зроблено тільки за рахунок скорочення дефіциту державного сектору — адже «танго танцюють удвох». У результаті зростуть як податкові доходи державного сектору, так і споживання приватного сектору; водночас знизиться і державний дефіцит, і профіцит приватного сектору.

4. Державні витрати і процентні платежі здатні пришвидшити темп зростання, який може перевищити відсоткову ставку. Це змінить динаміку і може зупинити зростання рівня державного боргу.

Процентна ставка — елемент економічної політики (про що йтиметься далі). Якщо не звертати уваги на динаміку, яку ми обговорювали в попередніх пунктах, то все, що держава повинна зробити, щоб уникнути «вибуху» рівня державного боргу, — це знизити процентну ставку, яку сплачує уряд за фінансовими зобов'язаннями, зробивши її меншою за темпи економічного зростання. Кінець історії: стійкості досягнуто.

Нарешті ми дійшли до найбільш дискусійного питання. Уявімо, що жоден із чотирьох описаних сценаріїв стабілізації рівня державного боргу не зреалізувався. Відповідно рівень державного боргу й далі зростає. Виходить, суверенний уряд буде змушений пропускати відсоткові платежі незалежно від їхнього розміру? Відповідь — ні, і вона потребує докладнішого пояснення з погляду ММТ. Але спробуймо викласти цю ідею простіше — так само, як голова ФРС Бен Бернанке пояснював витрати ФРС на фінансовий порятунок Волл-стрит125: держава витрачає, натискаючи кнопки на клавіатури (тобто здійснюючи бухгалтерські проводки в комп'ютерній системі). Тож можливості держави в цьому ніяк технічно й практично не обмежені. Доки є комп'ютерні клавіші, на які потрібно натискати, уряд може робити це, здійснюючи відсоткові платежі, які одразу зараховуються на баланси економічних суб'єктів приватного сектору, що інвестували в цінні папери уряду.

Це підводить нас до різниці між постійним дефіцитом приватного і державного секторів: перший, на відміну від другого, справді нестійкий.

Потрібно дещо прояснити. Ми стверджували, що постійні державні бюджетні дефіцити, які збільшують державний борг, а відповідно й приватне багатство, призведуть до змін у поведінці (як державного, так і приватного секторів). Може початися інфляція. Можуть статися зміни в економічній політиці. Отже, бюджетні дефіцити не тривають «вічно». Тому, коли ми говоримо, що вони «стійкі», то просто маємо на увазі, що суверенний уряд здатен і далі здійснювати всі, зокрема процентні, платежі вчасно, незалежно від їхнього розміру. Хоча уряд може ухвалити рішення не проводити таких платежів. Але сам факт їх здійснення, швидше за все, вплине на темпи зростання економіки, бюджетного дефіциту та рівня боргу.

«Стійкість» коефіцієнтів рахунку поточних операцій

А як щодо стійкості дефіциту рахунку поточних операцій? Виявляється, це важливе питання для США, тому що країна працює з постійним дефіцитом рахунку поточних операцій, що компенсується позитивним сальдо рахунку операцій з капіталом. Простішими словами, «потік» доларів за кордон, зумовлений дефіцитом поточного рахунку, корелює із «потоком» доларів назад до Сполучених Штатів, що спричинено надлишком рахунку операцій із капіталом. Часто Сполученим Штатам закидають (і це вводить в оману), що вони «позичають» долари, щоб «заплатити» за свій дефіцит торговельного балансу. Ми могли б сформулювати це інакше: США імпортують більше, ніж експортують, бо решта світу хоче накопичувати заощадження в доларових активах. Не зупинятимемося тут на деталях, тому що про це йтиметься в подальших параграфах.

Але постає питання: чи можливий постійний дефіцит поточних рахунків? Проста відповідь — так; це триватиме доти, доки «танго

матимуть бажання танцювати двоє»: якщо весь світ хотітиме доларові активи, а американці — решту світового експорту (імпортованого в США).

«Стривайте-но, — скажуть занепокоєні. — Інші країни акумулюють доларові вимоги до Сполучених Штатів, тому вони також отримують процентні платежі». Це факторні платежі (платежі на фактори виробництва), які збільшують дефіцит рахунку поточних операцій США. Зв'язок із викладеною вище думкою про дефіцит державного бюджету й виплати відсотків очевидний. Світ затоплений доларами двічі: перший раз — через надмірну схильність Америки до імпорту й удруге — через те, що вона виплачує відсотки за боргом.

Цікавий момент: хоча Сполучені Штати — «найбільший у світі боржник», факторні платежі (відсотки й прибутки) надходять їм на користь (принаймні поки що). Вони платять іноземцям украй низькі процентні ставки й норми прибутку, але водночас заробляють набагато вищі процентні ставки й прибутки на свої вклади в іноземні інвестиції та борги. Чому? Тому що Сполучені Штати — найбезпечніша у світі інвестиція. Завжди, коли в якійсь країні починається фінансова криза, куди «тікають» міжнародні інвестори? До долара США.

Хай як це дивно, але так буває навіть тоді, коли криза починається в Сполучених Штатах! Чому? Сполучені Штати — суверенна держава із суверенною валютою. Їхню процентну ставку встановлює ФРС, яка завжди може опустити її нижче темпів зростання економіки США (як зазначає Ґелбрейт, процентна ставка з поправкою на інфляцію в США часто нижча за «реальні» темпи зростання). Попри істерію дефіциту в Сполучених Штатах і за кордоном, жоден інвестор при здоровому глузді не вірить у ризик дефолту боргу Казначейства США. Тому, коли ростуть глобальні побоювання, інвестори «тікають» до долара. Якщо ситуація колись і зміниться, то, мабуть, вам цього побачити не судилося.

Може настати момент, коли інша валюта замінить долар США, перейнявши роль світової резервної валюти. Відтак знизиться зовнішній попит на долари, і решта країн, можливо, захочуть зменшити доларові заощадження. Вони можуть робити це поступово, скорочуючи свій чистий експорт до США. Але це не дуже лякає, адже натомість США вироблятимуть продукцію для заміни імпорту (свято для більшості економістів, бо цей процес створить нові робочі місця в США). Проте викликає побоювання, що перехід буде раптовим, тому що решта світу схоче якнайшвидше позбутися доларів, обмінюючи їх на якусь іншу валюту. Це дуже малоймовірно. Для країн з величезними доларовими активами — таких як Японія та Китай — не секрет, що демпінг доларів призведе до знецінення обмінного курсу долара проти інших валют, а це означатиме капітальні втрати для їхніх інвестицій126. Імовірніше, що перехід до нової міжнародної резервної валюти відбудеться не за кілька тижнів, місяців чи навіть років, а розтягнеться на десятиліття.

Словом, ми не робимо прогнозів стосовно того, скільки саме триватиме дефіцит поточного рахунку США, але вважаємо, що набагато довше, ніж хтось собі може уявити. Це явище стійке. І залишатиметься незмінним, доки інші країни не припинять накопичувати долари, а американці не вирішать, що більше не хочуть дешевих імпортованих товарів і нафти, яку видобуває решта країн світу, знищуючи при цьому довкілля.

Коли це станеться, ми не знаємо. Але воно точно не вартує безсонних ночей. Порахувати «умови стійкості» можна, та це буде просто вправа для нашого інтелекту. А ми вже вдосталь виконали їх у цьому параграфі. Вони дуже захопливі, але зрештою не мають сенсу.

Блок: Динаміка рівня державного боргу у відсотках від ВВП

Рівень державного непогашеного боргу (D) змінюється в часі так:

Тобто щороку (t) непогашена заборгованість збільшується на розмір дефіциту (Def).

Дефіцит бюджету — це різниця між державними витратами (G) і податками (T), а також виплатами відсотків за непогашеною заборгованістю (iD), де i — процентна ставка.

Погляньмо, що буде зі співвідношенням боргу та ВВП у різних конфігураціях дефіциту, які зумовлюють щоразу більші коефіцієнти заборгованості.

Випадок 1. Збалансований первинний бюджет: на товари і послуги уряд витрачає стільки ж, скільки отримує від податків.

Уявімо, що первинний баланс дорівнює нулю (G = T), тоді:

або

Припустімо, валовий внутрішній продукт (Y) зростає з темпом g, а тому змінюється отак:

Тоді співвідношення боргу та ВВП дорівнює:

Розв’язуючи це рівняння за рекурсивною процедурою (тобто для періоду n = 0, 1, 2, ..., t) і позначаючи співвідношення боргу та ВВП як d, отримуємо:

Зрозуміло, що, коли i > g, співвідношення прямує до нескінченності, де n прямує до нескінченності. Відповідно, коли i < g,

співвідношення прямує до нуля. Коли ж g = i, тоді dt = d0 для всіх t (співвідношення є константою).

Випадок 2а. Постійний первинний дефіцит: уряд витрачає на товари і послуги більше, ніж отримує від податків.

Позначмо первинний баланс як S, де S > 0 і дорівнює первинному дефіциту (G — T > 0), тоді:

Тоді:

Знову ж таки, розв'язуючи це рівняння за рекурсивною процедурою (тобто для періоду n = 0, 1, 2, ..., t) і позначивши співвідношення S0 / Y0 як s0, отримаємо:

Одержуємо ті самі результати, як і у випадку 1. Коли i < g, dt прямує до нуля; а коли i > g, співвідношення боргу та ВВП прямує до нескінченності. Коли i = g, тоді dt = d0 + s0 / i.

Отже, на купівлю товарів і послуг держава може витрачати більше, ніж отримує від податків; водночас, доки вартість обслуговування боргу (відсоткова ставка) буде меншою або дорівнюватиме темпам зростання економічної активності, співвідношення боргу та ВВП може бути постійним або знижуватися.

Випадок 2б. Постійне співвідношення первинного дефіциту та ВВП.

У випадку 2а рівень первинного дефіциту був постійний, але він зменшувався стосовно ВВП. Тепер уявімо, що рівень первинного дефіциту збільшується з тією самою швидкістю, що й ВВП, а це означає, що їхнє співвідношення — константа. І знову почнемо з:

Тепер розділимо все на Yt і припустимо, що — константа для всіх часових періодів:

Використавши той самий рекурсивний метод, отримаємо:

Так само, коли g > i, співвідношення боргу та ВВП прямує до , але коли i ? g, співвідношення боргу та ВВП постійно зростає.

Випадок 3. Постійне співвідношення дефіциту та ВВП.

Нарешті, припустімо, що співвідношення дефіциту та ВВП завжди постійне (x). У цьому випадку одержимо:

Або:

Розв’язуючи рівняння за рекурсивною процедурою (тобто для періоду n = 0, 1, 2, ..., t), отримаємо:

Співвідношення боргу та ВВП стає стабільним.

* * *

83 «Валютний режим» та «режим обмінного курсу» — переважно термінологічні синоніми, що означають умови функціонування валютного ринку в економіці певної країни, а також правила та обмеження, які встановлює влада (уряд та центральний банк) щодо функціонування внутрішнього валютного ринку.

84 Наразі 19 країн — членів ЄС належать до Європейського монетарного союзу.

85 Прив’язати валюту означає підтримувати стабільність ринкового курсу національної валюти проти іноземної. Найпоширеніша прив’язка — до долара США.

86 Тенге — національна грошова одиниця Казахстану.

87 Див. пояснення про рівень секторальних балансів у разі використання іноземних валют в економіці.

88 Під недержавним сектором потрібно розуміти внутрішній приватний та зовнішній сектори.

89 Адже зовнішня торгівля Казахстану, як і багатьох інших (але не всіх) країн, відбувається переважно в іноземній валюті.

90 Уряд у широкому розумінні — як ключовий представник влади, до якої належить і центральний банк (монетарна влада країни).

91 Король Англії (1100–1135).

92 Військова база в штаті Кентуккі і водночас сховище золотого запасу уряду США.

93 Від англ. fiat — «указ» або «декрет» державної влади. Далі ми перекладатимемо термін «fiat currency» як «директивна валюта» (рідше — «фіатна валюта»), що означає національну валюту (грошову одиницю), оголошену та впроваджену національними законодавчими актами — конституцією та законами. Директивна валюта в Україні — це національна грошова одиниця гривня, адже її впровадження та обіг закріплюють Конституція України та Закони України. Директивна валюта в США — долар, у Польщі — злотий тощо.

94 До категорії дорогоцінних металів належать золото та срібло.

95 Рон Пол (народився 1935 року) — американський конгресмен від штату Техас, член Республіканської партії. У 2008 та 2012 роках брав участь у праймеріз як кандидат на пост президента США. Відомий своїми поглядами про повернення монетарної системи США до золотого стандарту. Автор кількох книжок на цю тему, зокрема «Золото, мир та процвітання» (1981; https://mises.org/library/gold-peace-and-prosperity), «Скасуйте Федеральну систему» (2009; https://mises.org/library/end-fed-1) тощо.

96 На українських паперових грошах, окрім напису «Національний банк України», іншого юридичного статусу не зазначено.

97 «Волмарт» — найбільша в США мережа супермаркетів, цільова аудиторія яких — споживачі із середнім та нижчим за середній достатком.

98 Алан Ґрінспен — голова Федеральної резервної системи США з 1987 до 2006 року.

99 Джордж Буш-молодший, очевидно, мав на увазі приказку «Раз обдурив — ганьба тобі, вдруге обдурив — ганьба мені».

100 Ідеться про те, що податки та інші обов’язкові платежі — це підґрунтя, на якому формується постійний попит на національну валюту.

101 У давнину один зі способів страти.

102 Насамперед це стосується купівлі товарів та послуг усередині країни, тобто від резидентів. Безумовно, для США, Великої Британії та Японії це твердження стосується також закупівлі товарів та послуг від нерезидентів, які так само, як і резиденти, (здебільшого) охоче приймають валюту цих країн.

103 Економічна концепція, яку запропонував у 1974 році американський економіст Артур Лаффер. Згідно з нею, між рівнем оподаткування в економіці та податковими надходженнями держави існує нелінійний зв’язок. Суть цієї концепції в тому, що збільшення рівня податку вище певного рівня не збільшить податкових надходжень у державний бюджет: вони навпаки знижуватимуться під час кожної наступної спроби збільшити податок.

104 Економіка України належить саме до таких.

105 Використання чеків поширене в монетарних розрахунках в економіці США. Їхній аналог в Україні — платіжні доручення, які останнім часом змінюють свою форму з паперової на електронну, тобто ініціатор платежу здійснює його через комп’ютерну систему банку, що його обслуговує.

106 Центральний банк вживе заходів, щоб забезпечити готівкою банк, який обслуговує працівника, але першочергово він здійснить бухгалтерську проводку з дебету резервного рахунку банку, на якому обліковуються резервні гроші.

107 Центральний банк здійснить бухгалтерську проводку з дебету резервного рахунку банку працедавця та кредиту резервного рахунку банку працівника.

108 Банк, який обслуговує працівника, здійснює бухгалтерську проводку з дебету резервного рахунку в центральному банку та кредиту поточного рахунку працівника на суму зарплати.

109 Нагадаємо, що комерційні банки мають кореспондентські рахунки в центральному банку. Їх ще називають резервними, адже на них обліковуються залишки резервних грошей.

110 Картка у грі «Монополія».

111 Автор використовує термін «keystroke» у значенні «бухгалтерська проводка, здійснена в комп’ютерних системах обліку». Надалі ми пропонуємо саме такий переклад цього терміна. Відповідно, «bank keystroke» означає банківську бухгалтерську проводку, здійснену в комп’ютерній системі обліку комерційного банку, «Treasury keystroke» — бухгалтерську проводку казначейства, здійснену в її комп’ютерній системі обліку. У сучасній економіці комп’ютерні системи обліку економічних суб’єктів (від уряду до центрального банку, від комерційних банків та їхніх клієнтів) пов’язані і де-факто оперують у режимі онлайн.

112 Аналогом «резервного рахунку банку у Федеральній резервній системі» в Україні є «кореспондентський рахунок комерційного банку в Національному банку України».

113 В Україні державні витрати створюють «чисті фінансові активи» для недержавного сектору економіки у формі залишків на коррахунках банків (резервні гроші), депозитні сертифікати НБУ, облігації внутрішньої державної позики та готівка.

114 З огляду на те, що бухгалтерія — це система подвійних записів, чотири бухгалтерські записи дорівнюють двом бухгалтерським проводкам.

115 Нарахована (але не сплачена) кредиторська заборгованість уряду.

116 Нарахована (але не одержана) дебіторська заборгованість недержавного сектору.

117 Мається на увазі ухвалення в Конгресі США бюджету федерального уряду на наступний фінансовий рік, який починається 1 жовтня поточного року і закінчується 30 вересня наступного року.

118 Абревіатура PIIGS утворена першими літерами англійських назв країн, що пережили боргову кризу 2009–2014 років.

119 Справді, аналіз боргової стійкості держави — наразі один з головних напрямів діяльності макроекономістів. Наприклад, кожен звіт Міжнародного валютного фонду про стан економіки країни включає розділ під назвою «Аналіз боргової стійкості».

120 Герберт Стайн (1916–1999) — американський економіст, що впродовж 1972–1974 років був головою Ради економічних консультантів президента США.

121 Документальна стрічка побудована на експерименті Моргана Сперлока (режисера і головного героя цього фільму), який упродовж 30 днів тричі на день харчувався в ресторанах швидкого харчування «Макдональдз». У результаті 32-річний Сперлок гладшає на 11 кг та заробляє інші проблеми зі здоров'ям.

122 Рівень державного боргу — це співвідношення між сумою боргу на певний звітний період та номінальним розміром економіки (ВВП) за попередні 12 місяців. Наприклад, якщо відома сума боргу на 1 вересня поточного року, то розмір ВВП слід брати за попередні 12 місяців: від вересня минулого року до серпня поточного.

123 Джеймз Ґелбрейт (народився 1952 року) — американський економіст; син відомого економіста і дипломата Джона Кеннета Ґелбрейта (1908–2006). Автор багатьох книжок з макроекономіки, останні з яких — «Нерівність та нестабільність: дослідження світової економіки напередодні Великої кризи» (2012) та «Отруєна чаша: крах Греції та майбутнє Європи» (2016).

124 Бен Бернанке очолював ФРС із 2006 до 2014 року.

125 Під час свого виступу в Конгресі США, режим доступу: http://www.cbsnews.com/2100-18560_162-4862191-2.html?pageNum=2&tag=contentMain;contentBody.

126 Мається на увазі зниження міжнародних валютних резервів цих країн через ефект девальвації долара США, адже здебільшого міжнародні валютні резерви розміщуються у високоякісні та ліквідні фінансові активи, номіновані в доларі США. Наприклад, у казначейські облігації.

3. Національна монетарна система: комерційні банки та центральний банк

Усі системи «сучасних грошей» (за словами Джона Мейнарда Кейнса, «принаймні за останні 4000 років») — це державні грошові системи, в яких суверенний правитель обирає валюту обліку, а потім накладає податкові зобов'язання на своїй території. Потім він може випускати валюту, що використовується для сплати податків. У цьому розділі ми повернемося до аналізу функціонування сучасної грошової системи і розглянемо IOU, номіновані в державній грошовій одиниці обліку.

3.1. IOU, номіновані в національній валюті

Держава

У попередніх розділах ми зазначали, що активи й зобов'язання виражені в грошовій одиниці обліку, яку обрав національний уряд. Національна валюта, представлена визначеною грошовою одиницею обліку, впроваджується в обіг, і саме механізм стягнення податків та інших платежів на користь держави забезпечує її попит. У режимі плаваючих валютних курсів власні IOU уряду (валюта) неконвертовані: це означає, що уряд не дає жодних обіцянок перетворити їх на дорогоцінні метали, іноземну валюту або щось інше. Натомість він гарантує приймати свої IOU під час виплат самому собі (головно як податкові платежі, рідше — як збори і штрафи). Це ключове зобов'язання: емітент IOU повинен приймати власні IOU в оплату. Доки держава погоджується приймати свої IOU для податкових платежів, доти її IOU матимуть попит (принаймні для сплати податків, а можливо, й для інших потреб).

З другого боку, коли держава обіцяє конвертувати свою валюту на вимогу (в іноземну валюту або дорогоцінні метали), власники державних IOU мають право вимагати такої конверсії, що в деяких випадках може збільшити загальне прийняття валюти уряду суб'єктами економіки. Водночас це зобов'язує уряд конвертувати валюту на вимогу, для чого, як ми вже зазначали раніше, потрібні акумульовані резерви іноземної валюти або дорогоцінних металів, на які конвертуватиметься валюта уряду. Як це не парадоксально, а хоч конвертованість валюти і сприяє її поширенню, уряд свідомий того, що, збільшуючи випуск валюти, він, імовірно, не задовольнить попиту на конвертацію.

Отже, держава знає, що має обмежити випуск конвертованої валюти. Щойно її користувачі засумніваються в тому, що держава зможе конвертувати її на вимогу, гру буде зупинено, допоки уряд не сформує достатніх резервів іноземної валюти або дорогоцінних металів (чи то як накопичені резерви, чи як доступ до позик від тих, хто такі резерви має). Якщо держава цього не зробить, то буде змушена оголосити дефолт у зв'язку з неспроможністю конвертувати свою валюту в іноземну або в дорогоцінний метал. Будь-який натяк на неминучість дефолту спричинить утечу від національної валюти127. У цьому випадку тільки стовідсоткове забезпечення

резервами (або доступ до кредиторів, які мають або можуть створити такі резерви) дозволить державі уникнути дефолту.

Повторюємо, що конвертованість не є неодмінною умовою для забезпечення попиту на національну валюту. Допоки держава встановлює і стягує податки, вона може забезпечити принаймні якийсь рівень попиту на свою неконвертовану валюту. Треба лише наполягати на тому, щоб податки сплачували в цій валюті. Обіцянки «приймати валюту для сплати податків» достатньо, щоб створити на неї попит, адже податки керують грошима.

Приватні IOU

Схожим чином приватні емітенти IOU обіцяють приймати в оплату свої власні зобов'язання. Наприклад, якщо родина має кредит у банку, вона завжди може сплатити тіло й відсотки за кредитом, надавши банку, що її обслуговує128, розпорядження на списання відповідної суми зі свого депозитного рахунку129. У цьому випадку банк приймає власні IOU в оплату.

Справді, сучасні банківські системи використовують клірингoвий центр130 у такий спосіб, що кожен банк приймає платіжні доручення на списання IOU будь-якого банку країни й зарахування до власних IOU. Це дозволяє будь-кому, хто має борг у будь-якому банку країни, використовувати для виплати боргу міжбанківське платіжне доручення, виписане в будь-якому іншому банку країни, де в боржника є депозит. Згодом клірингoвий центр проводить взаємозалік банківських рахунків (докладніше про це — в наступному параграфі). Важливо те, що банки приймають свої зобов'язання (платіжні доручення на списання з депозиту) як платежі за боргами перед ними (позиками, що видали банки), а держави приймають свої зобов'язання (валюту) як платежі за боргами перед державою (податкові зобов'язання).

Принцип фінансового важеля131

Однак існує одна значна відмінність між урядом і банками. Банки зазвичай обіцяють конвертувати на щось свої зобов'язання. Ви можете навідатися до свого банку, щоб обміняти залишок за депозитом на готівку (те, що зазвичай називають зняттям готівки з рахунку) або просто отримати готівку в банкоматі, що теж еквівалентно операції зняття коштів з одного з ваших банківських рахунків. У будь-якому випадку банківський IOU (залишок за депозитом) конвертується в державний IOU (готівкові грошові купюри та монети). Банки зазвичай обіцяють здійснювати ці конвертації або «на вимогу» (в разі «депозитів до запитання», які є звичайними поточними рахунками), або після закінчення певного періоду132

(в разі «строкових депозитів», зокрема ощадних рахунків і депозитних сертифікатів, відомих як «CD»133, — часто зі штрафом за дострокове вилучення).

Щоб здійснювати такі конвертації, банки утримують відносно невелику кількість готівки у своїх сховищах; якщо їм потрібно більше, вони просять центральний банк відправити броньовану вантажівку. Банки не хочуть тримати в себе багато готівки, та й за звичайних умов не повинні цього робити. Надлишок коштів може привабити банківських грабіжників, але головна причина мінімізації такого обсягу коштів у тому, що зберігати готівку дорого. Найочевидніше — це вартість сховища й охоронців; проте важливіше для банків — те, що утримання валютних резервів не дає прибутку. Вони, швидше, хотіли б утримувати позики як активи, адже боржники сплачують відсотки за цими позиками. Тому банки користуються своїми валютними резервами134 як важелем (левериджем), утримуючи на руках дуже незначну частину своїх активів у вигляді резервів на оплату своїх зобов'язань за депозитами.

Доки лише невелика частка вкладників щодня конвертує депозити в готівку, це не проблема. Однак у разі банківської паніки, коли безліч вкладників намагається зняти готівку в один день, банк буде змушений позичати валюту в центральному банку.

Через це центральний банк навіть може перетворитися на «кредитора останньої інстанції», який кредитує резерви банку, що зіткнувся з панікою. У випадку такого втручання центральний банк надає свої власні IOU банкам в обмін на їхні IOU (під заставу): банк-боржник отримує кредитування резервів від центрального банку (актив для банку), а центральний банк тримає IOU банку як актив. Коли з банку вилучають готівку, його резерви в центральному банку дебетуються, а банк списує кошти з банківського рахунку вкладника135. Готівка, яку утримує (колишній) вкладник, — це зобов'язання центрального банку, що компенсується зобов'язанням банку перед центральним банком.

Наступний параграф ми почнемо з аналізу того, як банки проводять між собою кліринг рахунків, використовуючи резерви центрального банку. Далі обговоримо «піраміду фінансових зобов'язань»: у сучасних економіках, що користуються зобов'язаннями за принципом фінансового важеля, доволі звичне явище, коли суб'єкти економіки забезпечують конвертованість своїх IOU на IOU суб'єктів, що стоять вище в піраміді фінансових зобов'язань. Кінець кінцем, усі дороги ведуть назад до центрального банку — власного банку суверенної держави.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи може ФРС просто контролювати гроші та інфляцію, підвищуючи нормативи обов'язкового резервування? А як бути зі стовідсотковими резервними вимогами?

Відповідь: Нормативи обов'язкового резервування не впливають на банківське кредитування (про це докладніше йтиметься нижче). Щоб досягти цільової процентної ставки, центральний банк повинен задовольняти попит на резерви — незалежно від того, чи норматив становитиме 1 % (приблизно таким він був у Сполучених Штатах за всіма

депозитами до Великої фінансової кризи й початку програми кількісного пом'якшення ФРС), чи 10 % (такий норматив зазвичай використовують у підручниках для спрощення обчислень). (Зауважте, в Канаді норматив обов'язкового резервування — це абсолютний нуль136! І це найпросунутіший спосіб управління системою!). Оскільки норматив не впливає на кредитування, практично немає підстав вважати, що його підвищення позначиться на інфляції. Також наголосимо, що підвищення нормативу не впливає на ставку овернайт (ставку ФРС на резервні гроші, або на IOU центрального банку), оскільки це змінна монетарної політики137.

Вищі нормативи резервування впливають на комерційні банки як податок: банки змушені утримувати дуже малодохідний актив у вигляді резервних грошей. Якщо норма резервування становить 1 %, вони утримують 1 % від своїх активів (більше або менше, але досить близько для цього показника) в типі активу, який дає дуже низький процент доходу (ставку процента, сплачену центральним банком за резервами). Їм потрібно оплачувати свої витрати й отримувати прибуток, заробляючи більше цього на решті своїх активів (99 %). Підвищення нормативу до 10 % означає, що вони матимуть лише 90 % своїх активів, які потенційно заробляють вищі доходи тощо. Чи вплине це на зароблені кредитні ставки (які вони стягують із позичальників) та виплачені відсотки за депозитами (за якими вони платять вкладникам)? Банки отримують дохід від різниці між цими двома ставками; так вони вирівнюють витрати й одержують прибуток. Отже, підвищення нормативу резервування може змусити банки підвищувати ставки за кредитами й знижувати ставки за депозитами, що не дуже добре для позичальників та вкладників.

А як щодо стовідсоткового нормативу? Відповідь містить непогана книжка Ронні Філліпса (1995), присвячена пропозиції Фішера—Саймонса—Фрідмана. Зазвичай говорять про спосіб «убезпечити» банки: вони тільки триматимуть резерви або казначейські облігації проти своїх вкладів до запитання, вважаючи, що з безпечними активами депозитам ніколи нічого не загрожуватиме (відповідно не потрібна й система страхування вкладів, роль якої в Сполучених Штатах виконує Федеральна корпорація страхування депозитів138). Усе це добре до того часу, поки не постає питання кредитування. Видати позику повинен хтось інший, адже в такій системі банки не мають права цього робити. Тому уряд ізолює «вузькі банки» від кредитних ризиків, а інші видаватимуть позики і створюватимуть IOU, не підкріплені стовідсотковими резервами. Не зрозуміло, чому і в який спосіб ця пропозиція має зменшити створення «грошей», визначених як IOU, що номіновані в грошовій одиниці обліку, але це створило б клас вузьких банків, які не могли б цього робити.

Баланс центрального банку

Баланс будь-якого центрального банку має приблизно такий вигляд:

Баланс центрального банку

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

А1: Інструменти операцій на відкритому ринку (цінні папери)

А2: Позики комерційним банкам (аванси резервів комерційним банкам)

А3: Золото, іноземна валюта та спеціальні права запозичення

А4: Казначейська валюта (монети, утримувані в центральному банку)

А5: Інші активи (будівлі, меблі тощо)

П1: Готівка в сховищах і в обігу (купюри центрального банку, які утримують банки та населення)

П2: Залишки резервів (резервні / кореспондентські рахунки банків)

П3: Поточний рахунок коштів до виплати казначейству і банкнот, які утримує казначейство

П4: Поточний рахунок до виплати іноземцям та іншим сторонам, банкноти, які утримують іноземці та інші сторони

П5: Інші зобов’язання, зокрема чиста вартість капіталу

Готівка (в Сполучених Штатах це купюри Федеральної резервної системи) та резервні (кореспондентські) рахунки в центральному банку — це зобов’язання центрального банку та водночас актив для решти сторін. Зверніть увагу, що на стороні активів центрального банку немає жодних внутрішніх інструментів у вигляді готівкових грошей (крім невеликої кількості монет, якщо казначейство відповідає за їх карбування, як, наприклад, у Сполучених Штатах).

П1 і П2 приблизно дорівнюють тому, що називають грошовою базою (щоб обрахувати повну суму грошової бази, потрібно сумувати монети в обігу). Їх сума тотожна сумі грошових знаків центрального банку, які утримує або населення (як купюри та монети), або банки (як банкноти й резерви на кореспондентському рахунку в центральному банку; їх сума обчислюється як банківські резерви).

Зазвичай елементи балансу центрального банку використовують у так званому рівнянні «грошової бази», або «грошей підвищеної потужності»139 (далі пояснення трішки ускладниться, а тому читачі з меншою витримкою можуть пропустити цей параграф). З балансу ми знаємо, що:

П1 + П2 = А1 + А2 + А3 + А4 + А5 ? П3 ? П4 ? П5

Отже, якщо елементи рівняння змінюватимуться, це збільшуватиме або зменшуватиме грошову базу. Наприклад:

Джерело вхідних потоків — збільшення активів, утримуваних у центральному банку, який купує їх, випускаючи зобов’язання:

• збільшення А1: купівля цінних паперів — коротко-, середньо- та довгострокових облігацій казначейства тощо (операції на відкритому ринку);

• збільшення А2: аванси резервів (операції дисконтного вікна);

• збільшення А3: купівля золота;

• збільшення А5: купівля в когось будівлі або послуги.

Джерело вихідних потоків, обернених до вхідних:

• зменшення активів центрального банку;

• продаж цінних паперів;

• погашення авансів банками та іншими сторонами.

Погляньмо, як змінюється грошова база. Уявімо, що центральний банк купує в банків казначейські облігації на суму 100 доларів:

Баланс центрального банку

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

?А1 = +100 $ облігації казначейства

?П2 = +100 $ резерви

Ви щойно стали свідком створення певної грошової бази: центральний банк прокредитував резервний рахунок банків (замість цього він також міг би надрукувати купюри центрального банку: ?П1 = +100 $).

Звідки ФРС узяла надані кошти? З повітря. Резерви — це зобов’язання центрального банку, тому він може створювати їх у необмеженій кількості. Центральний банк не потребує золота, податкових надходжень або чого іще для створення своїх IOU. Голова ФРС Бен Бернанке дав відповідний коментар у телевізійному інтерв’ю Сі-бі-ес 12 березня 2009 року140:

Скотт Пеллі (ведучий каналу Сі-бі-ес): Чи витрачає ФРС гроші платників податків?

Бен Бернанке: Це не гроші платників податків. Банки мають рахунки у ФРС, так само як ви маєте рахунок у комерційному банку. Отже, щоб надати кредит комерційному банку, ми просто використовуємо комп’ютер і збільшуємо залишок на рахунку, який банк має у ФРС.

Він має рацію. Як ми вже знаємо, Федеральна резервна система просто зробила бухгалтерську проводку у свої комп’ютерній системі, що обліковує баланс ФРС. Це забирає лічені секунди. І не має нічого спільного з податками.

Якими були б наслідки сплати податків населенням? Скажімо, пан Х мав би сплатити податки в розмірі 1000 доларів, які він має на своєму рахунку в Банку А. Тоді з банківського рахунку в Банку А дебетувався б рахунок пана Х на 1000 доларів. Резерви Банку А в центральному банку (тобто у ФРС) зменшилися б на 1000 доларів (?П2 = ? 1000 $), а казначейський рахунок у центральному банку зріс би на 1000 доларів (?П3 = + 1000 $):

Баланс центрального банку

Зміна активів

Зміни зобов’язань і чиста вартість

?П2 = ?1000 $ резерви

?П3 = +1000 $ рахунок казначейства

Щойно ви стали свідком знищення частини грошової бази (тому що депозит казначейства в центральному банку в грошовій базі не враховується): податкові платежі руйнують грошову базу (П1 + П2 знизилися), що відображає кількість грошових знаків центрального банку на руках у населення й банків.

3.2. Кліринг і піраміда фінансових зобов’язань

Хоч ми і спростували думку про те, ніби банки видають позики зі своїх резервів141 або потребують резервів, щоб видати кредит, однак правда в тому, що вони використовують резерви для клірингу платежів між собою. Резерви складаються з готівки у сховищах і депозитів у центральному банку. Банки мають дуже мало резервів для створених депозитів (різних видів); деякі з них вони обіцяють конвертувати на вимогу в готівку або резерви (так звані гроші високої потужності). Можна назвати це різновидом «фінансового важеля», що передбачає практику утримання в банках невеликої кількості національної валюти в резервах проти власних IOU, номінованих у державній грошовій одиниці обліку, і водночас обіцянку конвертувати ці IOU на готівкову валюту або резерви. Це може спричинити паніку серед банківських клієнтів, що вимагатимуть конвертації приватних IOU на державні IOU (готівку або резерви). Оскільки утримуваних резервів недостатньо для того, щоб задовольнити попит на конвертацію, центральний банк повинен брати на себе роль кредитора останньої інстанції на ринку — зупиняти паніку, надаючи державні IOU, щоб задовольнити попит на таку конвертацію. Але про такі заходи пізніше. А в цьому розділі ми розглянемо банківський кліринг і поняття «піраміди» фінансових зобов’язань, на вершині якої перебувають державні IOU.

Кліринг розрахунків та погашення IOU

Банки здійснюють клірингові розрахунки, використовуючи державні IOU, а тому тримають трохи валюти в касах і сховищах або, що важливіше, — мають резервні рахунки в центральному банку. Крім того, якщо виникне потреба, вони матимуть доступ до більшої кількості резервів: як за рахунок позичання в інших банків (так званий міжбанківський ринок овернайт; у Сполучених Штатах це ринок федеральних фондів), так і в центрального банку.

В усіх сучасних фінансових системах розроблені процедури, що забезпечують доступ банків до валюти й резервів, що необхідні для клірингових розрахунків між собою та зі своїми вкладниками. Наприклад, коли клієнтське доручення на здійснення міжбанківського платежу виконує банк, що обслуговує клієнта, то він подає запит центральному банку на списання (дебет) суми платежу із залишку на своєму резервному рахунку та водночас на зарахування (кредит) цієї суми на резервний рахунок банку, в якому обслуговується отримувач коштів. Сьогодні такі платежі опрацьовуються в електронній системі.

Зауважте, що активи банку-платника будуть зменшені (на суму дебетованих резервів), і на таку саму суму будуть зменшені його зобов’язання (поточні рахунки). Аналогічно, коли вкладник знімає готівку в банкоматі, активи банку (готівкові резерви) зменшуються, і на таку саму суму зменшуються IOU банку перед вкладником (зобов’язання банку за депозитним рахунком клієнта).

Суб’єкти господарювання (комерційні фірми та підприємства) використовують банківські зобов’язання для клірингу своїх рахунків. Наприклад, підприємство роздрібної торгівлі, як правило, отримує товари від оптовиків, пообіцявши сплатити вартість товарів, коли закінчиться певний період (зазвичай 30 днів)142. Оптовики утримують IOU підприємства роздрібної торгівлі до кінця періоду, коли воно сплачує виставлені йому рахунки за допомогою електронних платіжних доручень на переказ коштів зі свого банківського рахунку на рахунки оптовиків. На цьому етапі IOU підприємства, які утримували оптовики, погашаються143.

Буває, що оптовик не готовий чекати, поки скінчиться термін платежу. Тоді він може продати IOU (зобов’язання) підприємства роздрібної торгівлі з дисконтом (тобто дешевше за суму, яку боржник обіцяє заплатити в кінці періоду). Дисконт — це процент, від якого оптовик готовий відмовитися, щоб отримати кошти раніше, ніж йому обіцяно.

IOU з дисконтом зазвичай купує фінансова установа; це називається «дисконтуванням» IOU (звідси походить і термін «дисконтне вікно», використовуваний у центральному банку: ФРС США купує комерційні папери — IOU комерційних фірм — у банків з дисконтом). У цьому випадку підприємство роздрібної торгівлі в кінці періоду платитиме новому власникові своїх IOU (можливо, фінансовій установі). Власник отримає процент (різницю між дисконтованою сумою, сплаченою за IOU попередньому власникові, та сумою, що сплатило підприємство, щоб погасити свої IOU). Знову ж таки, зобов’язання підприємства (його IOU) списуються шляхом

надання банківського зобов'язання (IOU банку). У результаті цього власник IOU підприємства отримує зарахування на свій банківський рахунок.

Валютна піраміда

Приватні фінансові зобов'язання не лише номіновані в державній грошовій одиниці обліку; зрештою, вони також конвертовані у валюту уряду144.

Раніше ми вже говорили про те, що банки прямо обіцяють конвертувати свої зобов'язання у валюту (негайно в разі депозитів до запитання або з певною затримкою в разі строкових вкладів). Інші суб'єкти господарювання145 використовують банківські зобов'язання для здійснення клірингових платежів між собою. Це означає, що вони обіцяють конвертувати свої зобов'язання у банківські, коли «сплачують рахунок» у призначений день (або згідно з іншими умовами, прописаними в договорі). Тому, щоб здійснювати платежі, вони повинні мати депозити або доступ до депозитів у банках.

Усе може стати ще складнішим, бо існує широкий спектр фінансових інституцій (і навіть нефінансових установ), які надають платіжні послуги. Вони можуть здійснювати платежі на користь інших суб'єктів господарювання й домогосподарств, проводячи клірингові розрахунки між цими «небанківськими фінансовими установами» (так званими тіньовими банками146) та використовуючи банківські зобов'язання. Банки, відповідно, проводять клірингові розрахунки, використовуючи державні зобов'язання.

Таким чином, може бути «шість ступенів відокремлення» (багато рівнів фінансового важеля, або левереджу) між кредитором і боржником, що беруть участь у клірингових розрахунках з остаточним нетто-клірингом на рахунках центрального банку.

Ми можемо уявити піраміду зобов'язань з різними рівнями, що відповідають ступеню віддаленості від центрального банку. Подивіться на малюнок нижче. Нижній рівень складається з IOU домогосподарств, які належать або є активами для інших домогосподарств, фірм, зайнятих у виробництві, банків та інших фінансових інституцій. Важливо, що домогосподарства зазвичай проводять клірингові розрахунки, використовуючи зобов'язання тих суб'єктів економіки, що стоять вище в піраміді зобов'язань, і це, як правило, фінансові інституції147.

Наступний знизу рівень складається з IOU суб'єктів господарювання, що зайняті у виробництві, тобто нефінансових інституцій. Їхні зобов'язання належать здебільшого тим фінансовим інституціям, які

перебувають на сходинку вище в піраміді зобов'язань (хоча деякі з них — безпосередня власність домашніх господарств та інших фірм). Вони проводять клірингові розрахунки, використовуючи зобов'язання, випущені фінансовими установами.

Далі розташовані небанківські фінансові установи, які, зі свого боку, проводять клірингові розрахунки через банки, чиї зобов'язання стоять на сходинку вище в піраміді. Перебуваючи за одну сходинку від вершини піраміди, для здійснення нетто-клірингу банки використовують державні зобов'язання.

Нарешті, держава обіймає в піраміді найвищий рівень: не існує жодних зобов'язань, які були б вищі за її неконвертовані IOU.

Форма піраміди зобов'язань інформативна з двох причин. По-перше, вона демонструє ієрархічну структуру фінансових зобов'язань; відповідно до неї зобов'язання суб'єктів економіки на вищих рівнях піраміди здебільшого прийнятніші для розрахунків. Певною мірою це зумовлено вищою кредитоспроможністю таких суб'єктів економіки. Так, неконвертовані зобов'язання суверенного уряду вільні від кредитного ризику. У міру просування пірамідою зобов'язань згори донизу (тобто від державних зобов'язань до зобов'язань комерційних банків і далі — від зобов'язань суб'єктів господарювання, що не провадять фінансової діяльності, до зобов'язань домогосподарств) спостерігається тенденція до зростання кредитного ризику, хоча це правило може порушуватися.

По-друге, зобов'язання на кожному рівні піраміди збільшуються за принципом фінансового важеля щодо зобов'язань на вищих рівнях піраміди. У цьому розумінні вся піраміда ґрунтується на принципі левереджу щодо (відносно меншої кількості) державних IOU. Зазвичай у піраміді, принаймні у фінансово розвиненій економіці, зобов'язань набагато більше на нижніх рівнях, ніж на верхніх.

Однак у разі конвертованості валюти148 державні IOU вже не очолюють піраміду зобов'язань. Оскільки держава обіцяє на вимогу конвертувати свою валюту на щось інше (золото або іноземну валюту) за фіксованим курсом, то саме це «інше» і переміщується на верхівку піраміди зобов'язань. Наслідки цього, які ми розглядали раніше, наводять на такий лаконічний висновок: уряд повинен тримати резерв або принаймні мати доступ для отримання через кредит того, на що він конвертуватиме свою валюту. Це може обмежити його здатність використовувати повноцінну економічну політику для досягнення таких цілей, як повна зайнятість і стабільне економічне зростання.

Звичайно, піраміда зобов'язань тут дуже спрощена: ми могли б розділити банки на різні категорії, і здебільшого було б корисно серед небанківських установ розмежувати комерційні фірми та підприємства й домогосподарства. Насправді неважливо, де ми проводимо межу між банківськими IOU та IOU «інших» фінансових інституцій. Мабуть, найкорисніше виокремити типи суб'єктів економіки, які мають чи не мають прямого доступу до центрального банку.

Це підводить нас до наступного запитання: а що буде, якщо щось піде не так ближче до нижньої частини піраміди (скажімо, у так

званих тіньових банках, які не мають прямого доступу до центрального банку)? Те саме, що сталося під час Великої фінансової кризи 2008 року. Зазвичай ті суб'єкти економіки, що перебувають на нижчих рівнях піраміди, випускають IOU, які за певних умов можуть бути конвертовані в банківські IOU, що, відповідно, конвертуються в державні IOU (резерви або резервні гроші центрального банку). Коли щось іде не так, небанківські установи і так звані тіньові банки просять банки про фінансування (кредитування проти небанківських IOU), а банки звертаються до центрального банку. Та коли очікування остаточно погіршуються, банки припиняють кредитування, тому небанківські установи не можуть виконувати своїх обіцянок (зобов'язань, або IOU). Це призвело до кризи ліквідності, що почалася наприкінці 2007 року; ФРС США нарешті вирішила кредитувати практично всіх, зокрема інвестиційні банки та решту «тіньового» банківського сектору, і навіть нефінансові компанії, такі як «Гарлі Девідсон», та іноземні центральні банки.

Крім того, піраміда зобов'язань допомагає подумати про те, чиї IOU можна використовувати для проведення платежів за своїми власними IOU. Ви не можете погашати IOU своїми ж IOU (ви все одно залишитесь боржником): так можуть робити тільки суверенні уряди. Пам'ятаєте: якщо ви дасте купюру в п'ять фунтів стерлінгів королеві Великої Британії, то все, що вона зробить, — дасть вам іншу купюру вартістю п'ять фунтів стерлінгів. Вона все ще боржниця. Але що з того? Ви ніколи не отримаєте від неї чогось іншого, навіть якщо звернетеся до суду! Ви використовуєте чуже IOU для виплати за своїм IOU — те, що ми називаємо IOU другої або третьої сторони (не першої, бо перша сторона — це Ви; друга сторона використовуватиме IOU вашого кредитора, третя — IOU когось стороннього). Зазвичай суб'єкти економіки з нижніх рівнів піраміди зобов'язань використовують банківські IOU; натомість банки для «проведення клірингу» платежів з використанням свої власних IOU послуговуються державними IOU (резервами центрального банку).

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: А як щодо розрахунків у євродоларах?

Відповідь: Євродолари — це депозитні рахунки, номіновані в доларах США і випущені в банках за межами Сполучених Штатів. (Ми не заглиблюватимемося в їхню історію, але їх створили частково для того, щоб обійти нормативні вимоги США та регуляторний нагляд американської ФРС за комерційними банками). Насправді, це та сама історія про банківський кліринг у Сполучених Штатах. Остаточний кліринг у євродоларах проводиться на балансі ФРС, бо операції з євродоларами використовують принцип фінансового важеля щодо доларів США. (Зауважте: ми спрощуємо пояснення, адже ще існують приватні послуги з клірингу розрахунків. Банки з протилежними вимогами один до одного можуть використовувати приватні розрахункові системи; їм потрібно тільки піти до центрального банку для так званого нетто-клірингу, бо створювати резерви може лише центральний банк).

Запитання: Біткойни149 — це гроші?

Відповідь: Ні. Доречно ознайомитися з колонкою Еріка Тімуаня у «Волл-стрит Джорнал»150, де він пояснює:

Біткойни — незвичайний різновид товару. Це не фінансові інструменти. Їхня вартість коливається в широких межах — відповідно до зміни поглядів на загальну корисність платіжної системи біткойнів і спекулятивних настроїв, пов'язаних з ними. Щодо номінальної вартості біткойнів немає фінансової логіки... [вони] порушують усі правила фінансів. Не існує центрального емітента, який гарантував би виплату за номінальною вартістю на пред'явника; насправді, немає й номінальної вартості, і як наслідок — немає визначеної вартості, коли надходить термін погашення, а це означає, що вони — абсолютно непрактичний засіб для обслуговування боргових зобов'язань. Справедлива вартість біткойнів, виміряна за дисконтованою вартістю майбутніх грошових потоків, дорівнює нулю.

Біткойни мають величезний ризик ліквідності. Зрештою, щоб сплачувати податки або особисті фінансові зобов'язання і здійснювати інші операції, будь-який власник біткойнів має перетворити їх на національну грошову одиницю обліку — долари чи, скажімо, євро. Через величезну волатильність це поганий вибір для того, хто планує за кілька років купити будинок, заощаджує на коледж чи регулярно сплачує за іпотечним чи автокредитом. Якщо біткойни займатимуть велику частку в портфелі, платоспроможність інвестора опиниться під загрозою.

Таким чином, біткойн — це інструмент для обдурювання. Як колись стверджував американський піонер циркового шоу-бізнесу Фінеас Барнум151, «щохвилини народжується новий дурень». Тому біткойни зможуть якийсь час протриматися. (Коли я був дитиною, стрижка коштувала близько «чотирьох бітів», але то були реальні гроші — півдолара США. Назва «біт» сягає давньої практики розрізати іспанські долари на «вісім бітів», щоб отримати дрібніші монети).

3.3. Операції центрального банку під час кризи:кредитор останньої інстанції

В умовах кризи центральному банку відведена важлива роль — виконувати функції «кредитора останньої інстанції», тобто забезпечувати фінансові інституції резервами на їхню вимогу. Спочатку це мало зупиняти «банківську паніку», коли вкладники банків намагаються обміняти свої депозити на готівку. Такі кризові ситуації — тепер рідкість завдяки страхуванню депозитів. Сучасні кризи зазвичай супроводжуються іншою панікою: незастраховані кредитори відмовляються «пролонгувати» короткострокові банківські зобов'язання. Під час Великої фінансової кризи 2008 року банки не могли рефінансувати свої позиції за активами, тому що їхні кредитори вимагали виплат за зобов'язаннями, за якими спливав строк сплати. ФРС США довелося втрутитися, щоб забезпечити рефінансування1. У цьому параграфі ми розглянемо операції ФРС із кредитування як у «нормальні» часи, так і під час кризи, коли центральний банк виконує функцію «кредитора останньої інстанції». У центральних банків інших країн також передбачені подібні процедури (окрім Європейського центрального

банку (ЄЦБ), адже окремі його члени152 повинні відповідати за свої власні комерційні банки; але, як ми побачимо згодом, криза в зоні євро змусила ЄЦБ урешті-решт втрутитися в ситуацію).

Отже, про перший випадок — кредитування в «нормальні» часи. Зазвичай найпоширеніший інструмент ФРС у кредитуванні — внутрішньоденний овердрафт, за яким банки повинні погасити кредит до кінця дня. Насправді це те саме, що й захист від «овердрафту», який може бути на вашому поточному рахунку. Ще до проблем, з якими зіткнулася компанія «Леман Бразерс» (з якої розпочалася Велика фінансова криза 2008 року), такий вид кредитування з боку ФРС у середньому сягав близько 50 млрд доларів США щохвилини, а в пікові розрахункові періоди — близько 150 млрд доларів США на хвилину. Отже, ФРС активно кредитує в «нормальні» часи (однак після кризи 2008 року банки почали тримати на свої рахунках у ФРС так багато надлишкових резервів, що цей тип кредитування зменшився до мінімуму). Зверніть увагу, що до кінця дня банк повинен погасити свої овердрафти у ФРС за рахунок позичання резервів овернайт. Коли банкові бракує коштів, він позичає їх на міжбанківському ринку резервних грошей. Якщо обсяг резервів недостатній, то ФРС зазвичай забезпечує банки резервами через тимчасове (короткострокове) кредитування, дисконтуючи відповідні активи (тобто активи використовуються як застава: як ми вже зазначали, «дисконт» означає процент, виплачений за кредитами овернайт).

Ситуація друга. ФРС завжди засуджувала звернення банків по кредити овернайт або кредитування через дисконтне вікно. Її мета завжди полягала в тому, щоб змусити банки до кінця операційного дня провести кліринг овердрафтів між собою. Деякі інші центральні банки роблять це по-своєму, «не тавруючи» такі операції кредитування, тож Федеральна резервна система досить унікальна, адже забезпечує ринки більшою частиною резервів через купівлю казначейських облігацій на вільному ринку. Ще дужче ускладнює ситуацію те, що, на відміну від майже всіх інших міжбанківських систем, американська система дуже децентралізована. Тобто операцій ФРС на відкритих ринках нерідко буває недостатньо для того, щоб (а) компенсувати всі зміни, які відбуваються протягом операційного дня на балансі самої ФРС, і (б) забезпечити резервами кожен банк, який їх потребує. Поєднайте ці два фактори — цькування банків, коли вони звертаються по кредит до центрального банку, та ускладнення, пов’язані з особливостями фінансової системи США, — й одержите велику ймовірність того, що процентні ставки зростатимуть значно вище за цільову ставку овернайт, яку встановлює ФРС. Це спонукає банки надавати свої надлишкові резерви в кредит іншим банкам замість того, щоб позичати у ФРС.

Під час кризи ці особливості системи ще більше погіршують загальну ситуацію. Банки з осторогою ставляться один до одного, тож зростання процентних ставок овернайт може бути таке стрімке, що ставки на ринку стануть вищими за цільові. Це, однак, не змінює того факту, що ФРС виступає «кредитором останньої інстанції». У результаті ФРС виконує функцію «кредитора останньої інстанції» (і в «нормальні» часи, і в кризові), але за вищою ціною (вища відсоткова ставка стосовно цільової), ніж хотілося б. Під час Великої фінансової кризи, усвідомлюючи, що потреба в цьому зросла, ФРС запропонувала додаткові інструменти для постійного доступу банків до резервних грошей, доклавши величезних зусиль, щоб виконати свої функції «кредитора останньої

інстанції». На відміну від традиційних операцій дисконтного вікна, через операції постійного доступу банки, які звернулися до ФРС по кредити, зазнали доволі помірного таврування. Ми не заглиблюватимемося в деталі, але ФРС надавала резерви «з аукціону», а не в кредит через операції дисконтного вікна. Так, вона оголошувала, що готова надати, наприклад, 100 млрд доларів США резервних грошей через новий спеціальний інструмент, що, по суті, було кредитуванням під заставу прийнятних активів. У деяких випадках це була угода репо: ФРС тимчасово купувала актив, а банк-продавець обіцяв у майбутньому викупити його назад за трохи вищою ціною. Різниця між цінами продажу та купівлі утворює процентний дохід ФРС.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Під заставу чого кредитує центральний банк? Як банк отримує готівку?

Відповідь: Центральний банк кредитує під заставу активів, які він завчасно визначає як прийнятні для таких операцій. Центральний банк наділений монетарною владою, тобто він — бос і, відповідно, вирішує, які саме активи прийматиме як заставу. Як правило, центральні банки кредитують під заставу державних облігацій казначейства (державних IOU). Вони можуть кредитувати під заставу й інших активів (короткострокових комерційних кредитів, які банки видали клієнтам з високим рівнем кредитоспроможності) та під заставу цінних паперів, грошовий потік за якими сформований портфелем іпотечних кредитів153 (до речі, це ті іпотечні цінні папери з низькою кредитоспроможністю позичальників, які спричинили Велику фінансову кризу 2008 року, — то, може, це погана ідея?). Центральний банк має право використовувати свої вимоги до застав, щоб контролювати банки та регулювати їхню діяльність. Звужуючи список можливих об’єктів застави, центральний банк спонукатиме банки видавати тільки безпечні кредити.

Ваш банк має трохи готівки в касі, що вважається частиною його резервної бази, і ви можете піти і зняти її в банкоматі. Якщо завтра готівку підуть знімати всі, очевидно, що в банку вона швидко закінчиться. Щоб вийти з цієї ситуації, банк замовить більше готівки в центральному банку — її доставляють у броньованих вантажівках, — і центральний банк зменшить наявні резерви банку (бухгалтерська проводка154: дебет резервного рахунку банку та кредит рахунку, на якому обліковується готівка). А якщо залишку резервів не вистачить, центральний банк надасть банкові готівку як кредит під заставу активів155. У результаті центральний банк утримає IOU банку як актив, і це, звичайно, буде зобов’язанням банку.

Запитання: Що станеться, якщо позичальник збанкрутує? Чи можуть банки бути неліквідними, але платоспроможними?

Відповідь: Згодом ми розглянемо докладніше, як «працюють» банки, а тут дамо лише короткий опис. Банки можуть стати неліквідними і неплатоспроможними. У них є активи на одній стороні балансу і зобов’язання плюс капітал на іншій. Коли активи перестають давати обіцяний дохід, капітал банку зменшується (акціонери зазнають збитків); коли такі втрати знищують наявний капітал, вони переходять на інші зобов’язання банку, а тому збитків зазнають і кредитори банку.

Оскільки уряди часто страхують вкладників (у Сполучених Штатах цю роль покладено на Федеральну корпорацію страхування депозитів), то в разі, якщо банк зазнає значних збитків, покриває їх саме уряд. Проблема ліквідності інша: активи можуть бути доволі непоганими, але якщо їх не можна швидко продати так, щоб вони не втратили вартості, то банк, який стикається зі зняттям коштів, не може вдовольнити попит на готівку за рахунок продажу активів. Щоб вирішити проблеми банку з ліквідністю, центральний банк дає йому позики на резерви, кредитуючи його під заставу активів. Банки стають неплатоспроможними, коли вартість їхніх зобов'язань перевищує вартість активів. Згодом вони мають бути «ліквідовані»; зробити це існує безліч способів, але на практиці все зводиться до продажу активів, доходи від чого спершу покривають застраховані депозити, потім — інші кредити (якщо це можливо), а акціонери забирають решту156.

3.4. Баланси банків, створення грошей банками та міжбанківські розрахунки

Баланс звичайного банку має такий вигляд:157

Типовий баланс комерційного банку

Активи

Зобов'язання і чиста вартість

Кредити

Цінні папери

Резерви*

Інші активи

Поточні рахунки

Строкові рахунки

Інші зобов'язання

Чиста вартість капіталу

Де лежать грошові знаки вкладників? На поточних і строкових рахунках балансу. Зверніть увагу, що це — IOU банків. Банк обіцяє конвертувати поточні депозити (і більшу частину депозитів) у готівку на вимогу.

Припустімо, що «Банк А» має такий простий баланс:

Баланс «Банку А»

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

Будівля = 200 $

Чиста вартість капіталу = 200 $

Цей банк ще не провадить банківської діяльності; його власники виплатили статутний капітал, щоб придбати будівлю. Тепер уявімо, що пан Петренко приходить у «Банк А» і каже, що хотів би позичити 200 доларів США, щоб купити автомобіль. Банк перевіряє його кредитоспроможність (вимагає податкові декларації, свідоцтва про право власності на рухомі та нерухомі активи, кредитну історію тощо). Якщо кредит для пана Петренка схвалено, то ось що відбувається в балансі банку:

Баланс «Банку А»

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

Кредит панові Петренку = 200 $

Будівля = 200 $

Поточний рахунок пана Петренка = 200 $

Чиста вартість капіталу = 200 $

Зверніть увагу, що загальна сума активів банку і загальна сума зобов’язань тут становить 400 доларів. Щойно банк створив грошові знаки на суму 200 доларів (поточний депозит пана Петренка був поповнений в обмін на власні IOU або зобов’язання позичальника банку, тобто пана Петренка, який пообіцяв виплатити 200 доларів через певний час). Пізніше ми ще обговоримо витрати пана Петренка з його депозиту, але спочатку розгляньмо цей баланс.

Де банк узяв грошові знаки чи створений ним грошовий запис?

• Він не отримав його десь: поточний рахунок був створений з нічого — коли число (200) ввели в комп’ютерну систему банку. У минулому банки також могли випускати свої власні банкноти, але зараз це роблять зазвичай тільки центральні банки.

• Для цього банк не потребував жодних депозитів чи якихось грошових коштів у сховищі. По суті, банк не мав ані грошових коштів у сховищі, ані будь-яких зарахувань на своєму рахунку в центральному банку.

• Банк не видає в кредит усе, що має. Він просто за бажанням створює запис грошового IOU (банківський депозит), купуючи IOU позичальника.

• Ці грошові записи — його зобов’язання, або IOU.

• Створюючи ці банківські IOU, банк обіцяє: (1) на першу ж вимогу конвертувати депозити в готівку; (2) приймати банківські IOU (депозити) в рахунок погашення боргів перед ним.

Поточний рахунок — це лише законна обіцянка конвертувати кошти в готівку на першу вимогу, а також приймати платежі у формі власних IOU банку. Депозит до запитання — це зобов’язання банку, що перебуває у власності вкладника. Коли банк видає кредит, то не конче мусить мати готівку або резервні гроші на рахунку в центральному банку.

Уявіть собі купон на безкоштовну піцу, який ви отримали поштою. Купон був створений ще до того, як піцу спекли: щоб надрукувати купон і відправити його вам, піцерія не повинна мати жодної готової піци. Піцу приготують лише тоді, коли (і якщо) ви покажете купон у піцерії. У нашій аналогії піца — це готівка, а купон — поточний рахунок. Купон («поточний рахунок») може бути погашений піцою («готівкою») в будь-який час. Виявляється, більшість людей задоволені, що мають поточний депозит, і зрідка звертаються по готівку. Якщо люди схочуть одержати готівку, банки отримають її дуже легко. Проблема в тому, що отримати готівку може бути дорого (так само, як готувати піцу стане дорого, якщо подорожчає борошно).

Успіх банківської операції (кредитування шляхом прийняття IOU та створення депозиту до запитання) залежить від:

• здатності пана Петренка виплатити борг (платоспроможності):

– якщо пан Петренко має проблеми зі своєчасним обслуговуванням боргу, це впливає на вартість активів банку, його вхідні потоки доходів і, врешті-решт, на чисту вартість капіталу банку, коефіцієнт достатності капіталу банку, а також на дохід на акціонерний капітал;

• здатності банку дешево придбати резерви, якщо:

– пан Петренко хоче зняти готівку;

– банк повинен погасити борги перед іншими банками: міжбанківські розрахунки;

– банк повинен урегулювати податкові платежі, які здійснив пан Петренко.

Якщо пан Петренко не може здійснювати платежі або якщо банк не має доступу до резервів, коли виникає така потреба, банк опиняється в скрутному становищі: він може стати неплатоспроможним або неліквідним. Перше означає, що його чиста вартість упаде до нуля або й нижче; друге — що він не здатен задовольнити зняття готівки чи клірингові вимоги. Таким чином, навіть якщо банки можуть створювати необмежену кількість депозитів, робити це їм не з руки, тому що це може бути невигідно й наражатиме їх на ризик стати неплатоспроможними та неліквідними.

То що ж станеться, якщо тепер пан Петренко сплатить 200 доларів продавцеві автомобілів, який має банківський рахунок в іншому банку під назвою «Банк Б»? Баланси цих банків будуть такими:

Баланс «Банку А»

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

Поточний рахунок пана Петренка = ?200 $

Резерви до сплати «Банку Б» = +200 $

Баланс «Банку Б»

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

Вимога до резервів «Банку А» = +200 $

Поточний рахунок продавця автомобілів = +200 $

«Банк А» винен 200 доларів резервів «Банку Б», але він їх не має. Де він візьме резерви?

«Банк А» отримає резерви з найдешевшого джерела. Він може продати активи (в нашому прикладі «Банк А» має лише будівлю, тому отримувати резерви в такий спосіб буде дуже дорого; але він може продати облігації, якщо їх має). Або ж може позичити резерви в інших банків, інших економічних агентів (вітчизняних чи іноземних) або в центрального

банку. Звичайний спосіб отримати резерви — позичити кошти в центрального банку, монопольного постачальника резервів. Отже:

Баланс «Банку А»

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

Резерви = +200 $

Зобов’язання перед центральним банком = +200 $

Баланс центрального банку

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

Кредит на резерви «Банку А» = +200 $

Резерви = +200 $

Тепер, коли «Банк А» має резерви, він повинен сплатити борг «Банкові Б».

Баланс «Банку А»

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

Резерви = ?200 $

Резерви до сплати «Банкові Б» = ?200 $

Баланс «Банку Б»

Зміна активів

Зміна зобов’язань і чистої вартості

Вимоги до «Банку А» = ?200 $

Резерви = +200 $

От і все! Заборгованість між двома банками сплачено. Остаточні баланси «Банку А», «Банку Б» та центрального банку мають такий вигляд:

Баланс «Банку А»

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

Кредит панові Петренку = 200 $

Будівля = 200 $

Борг перед центральним банком = 200 $

Чиста вартість капіталу = +200 $

«Банк А» створює гроші доти, доки відсотки, які він отримує на кредиті панові Петренку, вищі за відсотки, що він платить центральному банку.

Баланс «Банку Б» (припускаємо, що до цього в нього не було жодних резервів) такий:

Баланс «Банку Б»

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

Резерви = 200 $

Поточний рахунок продавця автомобілів = 200 $

Баланс центрального банку (припускаємо, що до цього він не видавав банкам авансів чи готівки):

Баланс центрального банку

Активи

Зобов’язання і чиста вартість

Кредит на резерви «Банку А» = 200 $

Резерви = 200 $

Зверніть увагу: всі ці операції не вимагають фізичного переказу готівки; це лише бухгалтерські проводки в комп’ютерних системах банків, що здійснюються простим натисканням клавіш на клавіатурі комп’ютера. Також зауважте, що ми показуємо тільки активи й зобов’язання, безпосередньо пов’язані з нашими прикладами. Звичайно, приватні банки та центральний банк мають на своїх балансах багато інших активів і зобов’язань, а також чисту вартість капіталу.

На практиці центральний банк зазвичай не видає резервів банкові прямо — як аванс без забезпечення; замість цього він проситиме заставу (найчастіше державні облігації), а також позичить менше коштів, ніж вартість застави. Тобто, якщо «Банк А» має облігацію на 300 доларів, то віддасть її центральному банку в обмін на резерви. А той, відповідно, надасть лише 285 доларів, якщо дисконт становить 5 %.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: У чому полягає зв’язок між підходом обліку дебету і кредиту та підходом джерел фінансів та їх використання158? У бізнес-школі на курсі з бухгалтерського обліку я дізнався, що вони дещо відрізняються.

Відповідь: У цьому посібнику ми використовуємо так звані бухгалтерські Т-рахунки, описані в підручниках про гроші та банківську діяльність. Банківські кредити перебувають на стороні активів балансу банків, депозити до запитання — на стороні зобов’язань. Для позичальника все навпаки. Випускникам бізнес-шкіл я наполегливо рекомендую статтю Лоуренса Рітте «Рахунки грошових потоків: новий підхід», що побачила світ на сторінках «Джорнал оф Файненс» у травні 1963 року159. Автор пояснює балансовий звіт, використовуючи підхід щодо джерел фінансування та його використання, розтлумачує, що таке реальні й фінансові активи; далі все це зводиться до руху грошових коштів. Концептуально ці два підходи дають однаковий результат; підхід Т-рахунків простіший.

Запитання: Чи спричиняє нестача резервів обмеження в кредитуванні?

Відповідь: Ні. Не беріть мої слова за чисту монету. Наведу лише кілька прикладів. Колишній старший віце-президент Федерального резервного банку Нью-Йорка Алан Голмс пояснював у 1969 році, чому тогочасна дивна монетаристська політика боротьби з інфляцією шляхом регулювання зростання грошової бази (резерви плюс готівка) зазнала невдачі. Він наголосив, що вона постраждала через «наївне припущення», ніби банківська система розширює кредитування тільки після того, як (Федеральна резервна) система (або ринкові чинники) постачають резерви в банківську систему. У реальному світі банки видають кредити, створюючи при цьому депозити, а резерви шукають пізніше. Інший слушний аргумент на користь цієї тези наведений у статті Пола Шерда, економіста компанії «Стандарт енд Пурз», що побачила світ у серпні 2013 року під назвою «Повторюйте за мною: банки не можуть кредитувати і не кредитують з резервів» (Paul Sheard. «Repeat After Me: Banks Cannot And Do Not 'Lend Out' Reserves», Standard & Poor, Credit Market Services, Global Economics and Research, New York, August 2013, http://www.money-for-nothing.nl/wp-content/uploads/SP-Banks-Cannot-And-Do-Not-Lend-Out-Reserves-aug-2013.pdf). Назва говорить сама за себе.

Запитання: Де банки тримають кошти? У сховищах? Чи в центральному банку?

Відповідь: Насправді банки не зберігають гроші ні в центральному банку, ні у своїх сховищах; насправді банки «не мають» грошей. Віллі Саттон (заґуґліть це прізвище) помилився. Коли його запитали, чому він грабував банки, він нібито відповів: «Бо там є гроші». Не завдавайте собі клопоту грабувати банки, бо гроші НЕ в них. Банки мають електронний рахунок у центральному банку — і там цифри на жорсткому диску комп’ютера. І ще в їхніх сховищах зовсім трохи готівки. Повірте, така кількість не варта пограбування. Але якщо ви все-таки цього хочете, мій колега Білл Блек каже, що найкращий спосіб пограбувати банк — стати його власником. (Див: The Best Way to Rob a Bank is to Own One: How Corporate Executives and Politicians Looted the S & L Industry, University of Texas at Austin Press, квітень 2005 року.) Тоді ви просто

кредитуєте власний рахунок у банку бонусами. Звідки ви отримуєте мільйони доларів на кредитування свого рахунку, якщо у вас є банк? Із бухгалтерських проводок у комп'ютерній системі! На футбольному матчі оператор виводить запис на електронне табло, натискаючи на кнопки. Так і «банківські гроші» з'являються завдяки бухгалтерським проводкам, які здійснюють банки, тицяючи по клавіатурі, щоб поповнити рахунки своїх клієнтів!

3.5. Екзогенні процентні ставки та політика кількісного пом'якшення160

В економічних дослідженнях відмінність між ендогенними та екзогенними величинами використовується у трьох різних значеннях: контрольному161, теоретичному і статистичному. Останнє значення відмінності важливе лише для econometристів, адже вони мають справу зі змінними, що не залежать від величини похибки, — тому цей момент ми пропустимо. У контрольному значенні екзогенність означає, що уряд може «контролювати» економічну змінну: наприклад грошову масу, процентну ставку, рівень цін тощо.

ММТ поділяє підхід «ендогенних грошей», або «горизонталістський» підхід, в основі якого лежить думка про те, що центральний банк не може контролювати пропозицію грошей162 або банківські резерви. Центральний банк повинен не контролювати, а задовольняти надлишковий попит на резерви (проте, як зазначено нижче, все змінилося з упровадженням політики кількісного пом'якшення). (Докладнішу інформацію про горизонталізм див. у [Moore, 1988]). З другого боку, цільова процентна ставка центрального банку явно екзогенна в контрольному значенні: центральний банк може встановити цільове значення процентної ставки як на 25 базисних пунктах, так і підняти її до 150 базисних пунктів163.

Нарешті, контрольне та теоретичне значення пов'язані, але не тотожні. Скажімо, країна підтримує фіксований обмінний курс і використовує процентну політику для досягнення цільового обмінного курсу національної валюти. У такому разі можна сказати, що процентна ставка контролюється екзогенно (її встановлює центральний банк), але вона не теоретично екзогенна, тому що головна мета економічної політики — прив'язка обмінного курсу164. Теоретично головне завдання центрального банку — досягти цільового обмінного курсу національної валюти, щоб контроль над процентною ставкою підпорядковувався основній меті (центральний банк використовує відсоткову ставку як інструмент для досягнення цільового обмінного курсу). Водночас центральний банк прагне досягти повної зайнятості й застосовує для цього процентну ставку. Знову ж таки, ми сказали б, що процентна ставка екзогенна в контрольному значенні, але не в теоретичному, бо використовується для досягнення повної зайнятості.

Як уже було зазначено, зазвичай ми приймаємо процентну ставку овернайт як екзогенну змінну в контрольному значенні, і водночас

обсяг резервів — як ендогенну змінну, адже центральний банк задовольняє попит на резерви, щоб досягти цільової процентної ставки. Такий підхід «ендогенних грошей і горизонтальних резервів» почав набувати популярності приблизно з 1980 року. Однак коли процентна ставка за резервами в Сполучених Штатах стала дорівнювати нулю, а цільова ставка ФРС овернайт значно підвищилася, теорію переформулювали. У цій ситуації надлишкові резерви тиснули на ринкову ставку (ставку відсотка на резерви), що була нижчою від цільового значення, таким чином, що ФРС доводилося скуповувати резерви, продаючи казначейські зобов'язання на відкритому ринку. Але після Великої фінансової кризи 2008 року, щоб зберігати надлишкові резерви в системі і платити за ними 25 базисних пунктів, ФРС ухвалила рішення встановити цільове значення процентної ставки близько нуля165 (так само, як і Японія). У цьому випадку незалежно від того, скільки надлишкових резервів мають банки, ринкова ставка тримається на рівні 25 базисних пунктів; будь-який банк може отримати 25 базисних пунктів на надлишкові резерви від ФРС, тож надавати їх у кредит на ринку резервних грошей за нижчими ставками немає сенсу. (Насправді ж ринкова ставка відсотка на ринку резервних грошей упала нижче за цільовий рівень ФРС, тому що деякі їх власники не заробляють відсотків на надлишкові резерви. Але цією невеликою формальністю можна знехтувати).

В умовах проведення політики кількісного пом'якшення ФРС «екзогенно» збільшує банківські резерви, суттєво перевищуючи ту кількість резервів, яку банки хочуть утримувати. Виникає асиметрія: ФРС може збільшити резерви банків до рівня значного надлишку, але не може скоротити їх до рівня нестачі, адже тоді відсоткова ставка на резерви стрибне вище за цільовий рівень. Такий розвиток подій на фінансовому ринку спонукав би ФРС до операцій на відкритому ринку задля зниження відсоткової ставки: щоб збільшити обсяг резервів на рахунках банків і, відповідно, знизити ставку відсотка на резервні гроші до рівня цільової ставки, ФРС почала б закуповувати казначейські облігації на відкритому ринку.

Можна зробити висновок, що в нормальних умовах резерви «ендогенні», бо центральні банки задовольняють попит на них, тоді як процентна ставка «екзогенна», бо центральний банк установлює цільову ставку овернайт. Але в разі провадження політики кількісного пом'якшення центральний банк може завжди збільшити обсяг резервів, перевищивши той рівень, що банки хочуть утримувати. Водночас він не може зменшувати резерви нижче того рівня, що банки хочуть утримувати, не відмовляючись від контролю над ставкою овернайт. Проводячи політику кількісного пом'якшення, центральний банк платить відсотки, наприклад, 25 базисних пунктів (0,25 %) за утримуваними резервами і бере 50 базисних пунктів (0,50 %) за овердрафти (позичання резервів банкам). Ставка овернайт на міжбанківському ринку залишатиметься в межах цього діапазону, навіть якщо банки утримують значні надлишкові резерви.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Де позичає ФРС і чи існує ліміт? Можливо, доцільніше було б витрачати гроші для порятунку Мейн-стрит166? Хіба голова ФРС пан Бернанке не визнав, що рятував банки, натискаючи на клавіші?

Відповідь: Так. Це відповідь на два останні запитання. ФРС створила трильйони резервів «натисканням клавіш», надаючи резерви в кредит за допомогою спеціальних інструментів та викуповуючи казначейські облігації й навіть таке токсичне сміття, як облігації, забезпечені іпотекою сумнівним позичальникам. Називати це «позикою» з боку ФРС означає вводити себе в оману, тому я не використовую цього терміна. ФРС у боргах за кожне із цих натискань клавіш, адже резерви — це її IOU (тобто зобов'язання центрального банку). Тому ви назвали б це «позикою», а банки з резервами можна було б назвати «кредиторами», бо вони і є кредиторами. Але це не така сама позика, яку ми з вами беремо, щоб купити автомобіль. Сума, яку ми з вами можемо позичити, лімітована. Натомість ФРС не обмежена в натисканні клавіш, а резерви не існують доти, доки вона не натисне клавішу, щоб пустити їх в обіг. Щоб урятувати фінансову систему після Великої фінансової кризи, ФРС витратила на купівлю активів і видала в кредит 29 трлн доларів США (на сайті Інституту Леві [www.levy.org] представлено добірку матеріалів — статей, презентацій тощо, — які зводять усі інтервенції ФРС під час кризи в загальну суму). Чи не було б краще витратити частину цих коштів на порятунок Мейн-стрит і безробітних? Думаю, так. Імовірно, із цим погодиться більшість американців.

3.6. Технічні деталі координації дій центрального банку та казначейства: випадок ФРС2

Раніше ми обговорювали загальні випадки державних витрат, оподаткування та продажу облігацій. Підбиваючи підсумок, ми побачили, що, коли уряд витрачає, відбувається одночасне кредитування чийогось банківського рахунку та банківського резервного рахунку в центральному банку. Податки — просто зворотний бік цієї операції: дебет банківського рахунку та банківських резервів. Продаж облігацій здійснюється шляхом списання (дебету) резервів банку.

Для спрощення зручно консолідувати рахунки казначейства і центрального банку в «державний рахунок». Звісно, реальний світ складніший: окремо існує центральний банк і казначейство, а ще — спеціальні операційні процедури. До того ж на ці операції встановлені обмеження. Ось два загальні й важливі обмеження: а) державне казначейство має поточний рахунок у центральному банку і повинно використовувати залишки з цього рахунку для своїх витрат; б) центральному банку заборонено купувати облігації безпосередньо в казначейства, а також надавати казначейству кредит (адже це призведе до збільшення залишку на рахунку казначейства в центральному банку).

Сполучені Штати — країна, в якій діють обидва ці обмеження167. Далі ми розглянемо складні операційні процедури, які використовують ФРС і Казначейство США. Скотт Фуллвайлер, — мабуть, найбільш обізнаний у цій темі економіст, і цей параграф значною мірою ґрунтується на його публікації, яку ми цитуватимемо нижче. Читачам, які хочуть ще докладніше розібратися в проблемі, варто звернутися до його

роботи, в якій використано підхід запасів та потоків для точного відображення результатів цих операцій.

Спершу ми розглянемо простий випадок — консолідовану державу (центральний банк і казначейство) та наслідки її витрат. А вже потім звернемося до реального прикладу — Сполучених Штатів сьогодні. Тут ми використовуємо кілька простих Т-рахунків. Деяким читачам може знадобитися трохи терпіння, але це допоможе зрозуміти попередні приклади балансів. (Примітка: це часткові баланси, для відображення поточної ситуації ми показуємо лише мінімальну кількість записів).

Уявімо, що уряд спочатку вводить податкові зобов'язання і купує літак. Це показано в прикладі 1А:

Консолідований уряд

Активи

Зобов'язання

Літак

Податкові зобов'язання

Резерви

Чиста вартість (багатство)

Комерційний банк

Активи

Зобов'язання

Резерви

Депозит до запитання

Небанківський суб’єкт господарювання — виробник / продавець літака

Активи

Зобов’язання

Депозит до запитання

– Літак

Податкові зобов’язання

Чиста вартість (багатство)

Схема 3.1.

Приклад 1А: Держава встановлює податкові зобов’язання і купує літак, кредитуючи рахунок у приватному банку

Унаслідок цього уряд отримує літак, а приватний продавець — депозит до запитання. Зверніть увагу, що податкове зобов’язання зменшує чисте багатство продавця і збільшує його для уряду (зрештою, в цьому і полягає мета податків — переміщувати ресурси до уряду). Приватний банк збільшує резерви на депозитному рахунку в консолідованому уряді.

Тепер податок сплачено шляхом списання (дебету) депозиту платника податків та резервів банку:

Консолідований уряд

Активи

Зобов’язання

– Податкові зобов’язання

– Резерви

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

– Резерви

– Депозит до запитання

Небанківський суб’єкт господарювання — виробник / продавець літака

Активи

Зобов’язання

– Депозит до запитання

– Податкові зобов’язання

Консолідований уряд (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Літак

Чиста вартість (багатство)

Небанківський суб’єкт господарювання (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

– Літак

– Чиста вартість (багатство)

Схема 3.2.
Остаточні фінансові позиції суб’єктів із прикладу 1А

Унаслідок урядової економічної політики «збалансованого бюджету» щодо витрачання й оподаткування відбулося переміщення літака в державний сектор і зниження чистого багатства приватного сектору. Уряд використовує монетарну систему для досягнення «суспільної мети» — отримання ресурсів, як-от, наприклад, літаки.

Тепер погляньмо, що відбувається, коли уряд витрачає з дефіцитом. Не плутайте — ми не стверджуємо, що податки не потрібні; згадайте, що «податки керують грошима», тож податкова система працює, просто уряд вирішив, що цього тижня він купить літак, не стягуючи додаткового податку.

У цьому випадку літак переходить до держави, але витрачання з дефіцитом дає змогу створити чисті фінансові активи (резерви) у приватному секторі (продавець має депозит до запитання, що дорівнює фінансовим зобов’язанням уряду — резервам). Однак банк тримає більше резервів, ніж хоче. Він хотів би заробити більший процент на надлишкових резервах, тому уряд починає продавати облігації (облігації продаються в межах монетарної політики, що дає змогу урядові досягати цільової ставки овернайт168):

Консолідований уряд

Активи

Зобов’язання

Літак

Резерви

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

Резерви

Депозит до запитання

Небанківський суб’єкт господарювання — виробник / продавець літака

Активи

Зобов’язання

– Літак

Депозит до запитання

Схема 3.3.

Приклад 1Б: Держава витрачає з дефіцитом, що створює чисте приватне багатство

Консолідований уряд

Активи

Зобов’язання

–

Резерви

Облігації

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

– Резерви

Облігації

Небанківський суб’єкт господарювання — виробник / продавець літака

Активи

Зобов’язання

– Літак

Депозит до запитання

Консолідований уряд (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Літак

Облігації

Комерційний банк (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Облігації

Депозит до запитання

Небанківський суб’єкт господарювання (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

– Літак

Депозит до запитання

Схема 3.4.
Остаточні фінансові позиції суб’єктів із прикладу 1Б

Висновок із прикладу 1Б: чисті фінансові активи залишаються на балансі приватного сектору169 як державні облігації, що дають банкові більший дохід, ніж дохід на резерви. Отже, у цьому разі приватний сектор набагато щасливіший, ніж у прикладі 1А! Його загальне багатство не змінилося, але було конвертоване з реального активу (літака) у фінансовий актив (вимоги до уряду).

Однак це було занадто просто. Уряд, зв’язуючи собі руки за спиною, вирішує дотримуватися вимоги щодо продажу облігацій, перш ніж витрачати з дефіцитом. Ось перший баланс, коли банк купує облігації та кредитує державний депозитний рахунок:

Консолідований уряд

Активи

Зобов’язання

Депозит до запитання

Облігації

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

Облігації

Депозит до запитання

Схема 3.5.
Приклад 2: Уряд продає облігації, перш ніж витрачати з дефіцитом

Консолідований уряд

Активи

Зобов’язання

– Депозит до запитання

Літак

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

–

Депозит до запитання (уряду)

Депозит до запитання (продавця літака)

Небанківський суб’єкт господарювання

Активи

Зобов’язання

– Літак

Депозит до запитання

Схема 3.6.

Приклад 2: Держава купує літак, надаючи платіжне доручення комерційному банку

Банк дебетує державний депозит і кредитує депозит продавця. Підсумковий баланс буде такий:

Консолідований уряд (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Літак

Облігація

Комерційний банк (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Облігація

Депозит до запитання

Небанківський суб’єкт господарювання (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

– Літак

Депозит до запитання

Схема 3.7.
Остаточні фінансові позиції суб’єктів із прикладу 2

Зверніть увагу, що це точнісінько такий самий результат, як у прикладі 1Б. Продаж облігацій, що передує витратам в умовах дефіциту, не впливає на результат, допоки комерційний банк може купити облігації, а уряд — виписати платіжне доручення на використання залишку зі свого депозитного рахунку в банку.

Це теж було дуже просто. Пропоную ще більше ускладнити ситуацію для уряду. Якщо в прикладі 2 ми зв’язали йому руки за спиною, то в наступному — зв’яжемо між собою ще й шнурки на його взутті. Отже, у прикладі 3 уряд може виписувати платіжне доручення тільки на свій рахунок у центральному банку. Таким чином, на першому етапі уряд продає облігації, щоб, знову ж таки, отримати депозит у комерційному банку.

Казначейство

Активи

Зобов’язання

Депозит до запитання(у комерційному банку)

Облігації

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

Облігації

Депозит до запитання (казначейства)

Схема 3.8.

Приклад 3: Казначейство може виписувати чеки лише на свій рахунок у центральному банку

Тепер, перш ніж купувати літак, казначейство змушене перевести свої кошти на депозит у центральному банку.

Казначейство

Активи

Зобов’язання

– Депозит до запитання (у комерційному банку)

Депозит до запитання (у центральному банку)

Центральний банк

Активи

Зобов’язання

Резерви (надані в кредит)

Депозит до запитання (казначейства)

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

–

Депозит до запитання (казначейства)

Резерви (отримані в кредит)

Схема 3.9.

Приклад 3: Казначейство переводить депозитні кошти на рахунок у центральному банку

Ми припускали, що банк не мав зайвих резервів для списання, коли казначейство надало платіжне доручення на переведення своїх коштів, тому центральний банк повинен був віддати резерви комерційному банкові в кредит (тимчасово, як ми побачимо далі). Тепер казначейство має залишок на власному депозитному рахунку в центральному банку, на який він може виписати платіжне доручення на покупку літака.

Уряд (казначейство)

Активи

Зобов’язання

– Депозит до запитання (у центральному банку)

Літак

Центральний банк

Активи

Зобов’язання

– Резерви (надані в кредит)

– Депозит до запитання (казначейства)

Комерційний банк

Активи

Зобов’язання

Депозит до запитання (продавця літака)

– Резерви (отримані в кредит)

Небанківський суб’єкт господарювання (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

–

Літак

Депозит до запитання

Схема 3.10.

Приклад 3: Казначейство купує літак

Коли казначейство витрачає, на резервний рахунок комерційного банку в центральному банку зараховуються резерви. Це дає йому змогу погасити попередній короткостроковий кредит резервів у центрального банку (для комерційного банку ми могли б показати зарахування резервів на стороні активів, а як наступний крок — що вони списуються одночасно проти кредиту резервів; щоб спростити баланси, я пропустив цей проміжний крок). Комерційний банк зараховує кошти на рахунок продавця літака. Ось остаточний баланс:

Консолідований уряд (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Літак

Облігація

Комерційний банк (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

Облігація

Депозит до запитання

Небанківський суб’єкт господарювання (остаточний баланс)

Активи

Зобов’язання

– Літак

Депозит до запитання

Схема 3.11.
Остаточні фінансові позиції суб’єктів із прикладу 3

Як ви вже знаєте, це такий самий баланс, як і в прикладах 2 та 1Б! Навіть якщо уряд зв’язує себе по руках і ногах, кінцевий результат це не змінює.

Правду кажучи, всі ці уявні приклади занадто спрощені. Тому в наступному параграфі пропоную розглянути, як відбуваються реальні операції уряду в Сполучених Штатах. Казначейство США справді має рахунки і в приватних банках, і в центральному банку, що представлений ФРС. Але Казначейство США може виписувати платіжні доручення тільки на власний

рахунок у ФРС. Крім того, ФРС не має права купувати казначейські облігації безпосередньо в казначейства й не повинна дозволяти овердрафтів на його рахунку. Депозити Казначейства США в комерційних банках складаються (переважно) з податкових надходжень, але казначейство не може виписувати платіжних доручень на ці депозити. Тому, перш ніж витрачати, казначейство змушене переводити ці депозити з комерційних банків у ФРС. І щоб поповнити залишок свого рахунку у ФРС, коли податкові надходження занадто низькі, воно повинно продавати облігації. Отже, розгляньмо фактичні кроки. Увага: стає нудно.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Ви, ММТійники, завжди хочете консолідувати ФРС і Казначейство США, але насправді ФРС — це приватна інституція, а не частина уряду: казначейство не може витрачати, доки цього не дозволить ФРС. В інших випадках, перш ніж витрачати, воно повинно отримати податкові надходження. То хіба витрати держави насправді не обмежені доходами, так само як у домашнього господарства чи компанії?

Відповідь: Від самого початку свого зародження ММТ показувала, що ви можете консолідувати або деконсолідувати баланси, але зрештою одержите той самий результат. Логіка ММТ залишається незмінною незалежно від того, як ви це робите: уряд створює грошову одиницю обліку, обкладає в ній податками, запускає в обіг через витрати готівкову та безготівкову валюту, виражену в цій грошовій одиниці, та збирає податки у власній валюті.

Федеральна резервна система — не приватна установа, а радше творіння Конгресу США. Вона так само залежна від уряду, як Казначейство, Міністерство оборони, Міністерство транспорту чи Внутрішня податкова служба США. Зазвичай ФРС дозволено встановлювати цільову процентну ставку овернайт незалежно від повсякденних політичних рішень, але решта гілок влади теж мають певну незалежність від партійної політики.

Виберіть консолідацію або деконсолідацію, а потім пройдіть свої Т-рахунки, — і допоки ви дотримуєтеся того чи іншого методу, кінцевий результат буде той самий. Це й не дивно, адже казначейські «депозити» у ФРС — це внутрішній запис на балансі уряду. ФРС — це банк. Кредитуючи, вона перетворює на реальність свої IOU. Казначейство США — гілка влади, відповідальна за встановлення та стягнення податків, які Конгрес санкціонував у своєму законодавстві. Ці податки керують валютою Казначейства. Казначейство визначає вартість IOU Федеральної резервної системи (резервів і облігацій), тому що хоче приймати їх для сплати податків. Якби Казначейство відмовилося це зробити, зобов’язання ФРС вартували б не більше, ніж депозити банку «Михайлівський». Без казначейства, що стоїть за ФРС, ми досі були б в XIX столітті, коли банкноти різних банків не приймали для клірингу міжбанківських платежів клієнтів.

Наші «деконсолідатори» часто вірять, що всесильна саме ФРС, а бідолашне й нещасне —Казначейство США (а як на те пішло, то й дядько Сем), яке підпорядковується примхам нашої невиборної «приватної» ФРС. Насправді юридично ФРС — витвір Конгресу США. Під час війни або

кризи ФРС безпосередньо підпорядковується Казначейству США. В інший час ФРС виконує накази Конгресу і Казначейства США, хоч і під незначним наглядом. І хоч, як на мене, це помилка, та ФРС від цього не стає незалежною чи домінантною гілкою влади в США.

3.7. Боргові операції казначейства

Закон «Про Федеральний резерв» наразі дозволяє ФРС купувати облігації Казначейства лише на «відкритому ринку», хоча так було не завжди. Це зобов'язує Казначейство США мати позитивний баланс (залишок) на рахунку у ФРС (тобто в центральному банку, що, як зазначено в законі, є податковим агентом Казначейства й обслуговує його рахунок як зобов'язання на своєму балансі). Таким чином, перш ніж витрачати, Казначейство має поповнити свій рахунок у ФРС або за рахунок податкових (та інших) зборів, або випустивши боргові зобов'язання на «відкритому ринку».

З огляду на те, що депозитний рахунок Казначейства — це зобов'язання ФРС, потоки на / з цього рахунку впливають на обсяг залишку резервів на рахунках комерційних банків. Витрати Казначейства збільшують такі залишки, а податкові надходження — їх знижуватимуть. Як правило, підвищення або зменшення резервів у банківській системі впливає на процентні ставки овернайт. Отже, операції Казначейства невіддільні від операцій монетарної політики ФРС, пов'язаних зі встановленням і підтриманням цільової процентної ставки. Якщо потоки на / з рахунку Казначейства не відповідають обсягу резервів, який потрібен ФРС, щоб досягти цільової ставки у визначений день, вони мають бути компенсовані іншими змінами в балансі ФРС. Для цього казначейство переказує кошти як на, так і з тисяч власних депозитних рахунків (і поточних, і строкових) у комерційних банках, які ще називають податковими або кредитними рахунками відповідно.

До осені 2008 року Казначейство США намагалося зберігати наприкінці дня залишок на рахунку у ФРС на рівні 5 млрд доларів у більшість днів, досягаючи цього «стягненнями» з податкових і кредитних рахунків на свій рахунок у ФРС (якщо залишок був менше 5 млрд доларів) або «додатковими переказами» на податковий і кредитний рахунки з рахунку у ФРС (якщо залишок перевищував 5 млрд доларів). Велика фінансова криза 2008 року та відповідна реакція ФРС, особливо політика кількісного пом'якшення, спричинили деякі позаштатні ситуації, які ми тут в основному ігноруємо.

Іншими словами, своєчасність боргових операцій Казначейства потребує узгодженості між керівництвом Казначейства щодо часової послідовності витрат / доходів та часової послідовності у проведенні монетарної політики ФРС, а саме управлінні її цільовою процентною ставкою. У нормальних, передкризових умовах цільова ставка, яку встановлювала ФРС, перевищувала ставку для виплати за залишками резервів на рахунках банків. Останню з них до жовтня 2008 року було

встановлено на нульовому рівні. Але тепер вона встановлюється на рівні вище нуля, і ФРС зараз платить відсотки за резервами. Отже, до кризи для того, щоб Казначейство здійснювало витрати з дефіцитом, ФРС виконувала шість фінансових трансакцій.

Якщо Казначейство вже не має достатньо коштів на рахунку у ФРС, для обслуговування своїх витрат воно здійснюватиме шість операцій. Також йому доведеться ініціювати «аукціон» нового випуску облігацій.

А. ФРС проводить операції репо з первинними дилерами (ФРС купує казначейські цінні папери в первинних дилерів, зобов'язуючись продати їх назад дилерам у визначену дату), щоб забезпечити достатній запас залишків в обігу для розрахунків за аукціоном Казначейства (який дебетуватиме резервні залишки на банківських рахунках, оскільки рахунок казначейства кредитується), а також щоб досягти цільової ставки ФРС. (Добре відомо, що розрахунки за аукціонами Казначейства — це «дні великих платіжних потоків», які потребують значного збільшення обсягу резервів в обігу порівняно зі звичайними днями, і ФРС, відповідно, задовольняє цей попит).

Б. Розрахунки за аукціоном Казначейства завершуються, коли казначейські цінні папери обмінюються на резерви, тому резервні рахунки комерційних банків, як і рахунки дилерів у комерційних банках, дебетуються для кредитування рахунку казначейства.

В. Казначейство додає кошти, що надійшли (були прокредитовані) на його рахунок після розрахунків за аукціоном, до власних податкових і кредитних рахунків. Це поповнює (кредитує) резервні рахунки комерційних банків у ФРС, що обслуговують податкові та кредитні рахунки Казначейства.

Г. (Трансакції Г і Ґ взаємозамінні: фактично трансакція Ґ може відбутися перед трансакцією Г). Угода репо ФРС «повертає на 180?» на другому етапі, коли первинний дилер знову купує казначейські цінні папери у ФРС. Трансакції з пункту А проводяться у зворотному напрямку.

Ґ. Перш ніж витрачати, Казначейство «стягує» залишки зі своїх податкових і кредитних рахунків у комерційних банках на свій рахунок у ФРС. Це операція В, але у зворотному напрямку.

Д. Казначейство витрачає з дефіцитом, списуючи (дебетуючи) залишок зі свого рахунку у ФРС, у результаті чого поповнюються (кредитуються) банківські резервні рахунки у ФРС і банківські рахунки одержувачів цих витрат.

Аналіз такий самий, як і у випадку дефіциту, зумовленого зниженням податків замість збільшення витрат. Тобто зі скороченням податків витрати Казначейства стають більшими за доходи, так само як і за умови активного дефіциту.

Зауважте, що результат точнісінько такий самий, як і в прикладі з консолідованим урядом (казначейством і центральним банком): якщо держава витрачає з дефіцитом, це зумовлює поповнення (кредит) чийогось банківського рахунку й водночас поповнення (кредит) резервів

банку, які потім з метою ліквідації надлишкових резервів обмінюються на казначейські цінні папери. Власне, із загальноприйнятими процедурами трансакції складніші, і послідовність різна. Але остаточний баланс той самий: уряд має літак, а приватний сектор — казначейські облігації.

Це вкрай важливо для розуміння «власноруч установлених обмежень» для уряду, що описані вище. Визнайте, що розрахуватися за придбані на аукціоні казначейські облігації через систему «Федвайр»170 можна тільки за наявності резервів. Однак єдине джерело резервів упродовж тривалого часу (окрім різних короткострокових ефектів від автономних змін у балансі ФРС) — це кредити від ФРС або придбання нею фінансових активів — пряме або на умовах репо. Крім того, ФРС зазвичай купує казначейські цінні папери або вимагає їх під заставу для угод репо. (Після Великої фінансової кризи ФРС робила вельми незвичні покупки значної кількості активів і позичала резерви під різні види активів). Наявні казначейські цінні папери були випущені через попередній дефіцит державного бюджету, тому це той випадок, коли залишки резервів, необхідні для придбання казначейських цінних паперів, спричинені попереднім бюджетним дефіцитом або позиками, які ФРС надавала неурядовому сектору. Це правильно, навіть незважаючи на те, що, щоб витрачати, казначейство мусить мати позитивне сальдо на своєму рахунку, і навіть попри те, що ФРС юридично заборонено надавати казначейству право на овердрафти на своєму рахунку.

І нарешті:

1. Якщо відсотки виплачуються на залишки резервів за цільовою ставкою ФРС, а в обігу перебувають значні залишки резервів (як це було після кризи, коли ФРС провадила кілька етапів політики кількісного пом’якшення), результат лишається незмінним. Щоб досягти і підтримувати свою цільову ставку, ФРС не буде змушена брати активну участь в операціях, безпосередньо пов’язаних з аукціонами казначейства, а залишки резервів, що вже перебувають в обігу, були створені завдяки її позикам приватному сектору (чи купівлі цінних паперів у приватного сектору) або завдяки попереднім дефіцитам.

2. Загалом правило, згідно з яким казначейство має фінансувати свої операції на відкритому ринку, щоб забезпечити своєчасність результатів від операцій ФРС, потребує послідовності із шести трансакцій боргових операцій казначейства, які були описані вище. Ускладнення операцій зайве, бо не змінює того, що: 1) для того щоб могли відбутися розрахунки за результатами аукціонів казначейства, залишки резервів мають бути забезпечені попередніми дефіцитами171 або позиками ФРС приватному сектору, і 2) дефіцити, що супроводжують нові випуски казначейських цінних паперів, не зменшують кількості депозитів в обігу порівняно із ситуацією без такої емісії. Крім того, саме правило та його ускладнення можуть бути контрпродуктивними, якщо впливатимуть на політичні рішення щодо заходів у періоди макроекономічної нестабільності.

Отже, навіть узявши до уваги власноруч установлені обмеження і розглянувши найдрібніші деталі операцій між ФРС і казначейством, ми робимо висновок, що основні припущення, зроблені у спрощеній моделі, залишаються незмінними. Витрати уряду через дефіцит збільшують банківські вклади одержувачів — реципієнтів бюджетних витрат. Спочатку створюються банківські резерви, але надлишкові резерви

(зазвичай) обмінюються на казначейські облігації. Чисті фінансові активи приватного сектору збільшуються на величину дефіциту (банківські депозити, утримувані домогосподарствами та небанківськими суб'єктами економіки, дорівнюють банківським депозитам, які банки винні своїм клієнтам, тому чисті фінансові активи приватного сектору дорівнюють сумі державних облігацій у банках та будь-яких додаткових резервів або готівки). Про інше обмеження, власноруч установлене урядом, а саме — рівень максимального державного боргу — див. також розділи 5 та 7.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: У моєму розумінні внутрішній профіцит державного бюджету просто знищує долари, які перед цим уряд створив своїми витратами. То хіба не безглузде припущення, що суверенна держава «зберігає» свою власну директивну валюту?

Відповідь: На практиці — так. У Сполучених Штатах під час економічного буму за президентства Білла Клінтона прогнозували, що всю заборгованість Казначейства США буде врешті-решт погашено. Це спричинило шалений переполох у ФРС, де намагалися з'ясувати, яким чином федеральний уряд зможе й далі підтримувати профіцит бюджету, якщо не буде ніяких урядових IOU, щоб його «зруйнувати». Якби економіка США коли-небудь опинилася в такій ситуації, то єдиним способом, у який приватний сектор зміг би й далі дотримуватися дефіциту (адже уряд дотримується профіциту), було б надання в оплату фізичних активів. Щоб сплатити податки, ви повинні були б віддати уряду свій автомобіль, будинок, банківський рахунок і дітей! Це логічний результат бюджетного профіциту, що прагне до нескінченності: держава накопичила б нескінченні вимоги до приватного сектору. Отже, так, ваша правда: суверенна держава не буде — і не може — «зберігати» свою власну валюту.

3.8. Висновки про роль центрального банку та казначейства

Ми вже обговорювали, що критики ММТ фокусують свою увагу на спрощеному припущенні про консолідацію центрального банку та казначейства, з якого ми завжди починаємо наш аналіз. Потім ми відкидаємо це припущення, щоб визначити ролі кожного з них. Це ускладнює ситуацію, але не змінює логіки: суверенний уряд мусить витрачати перед тим, як йому сплатять податки.

Між тим, як уряд витрачає, і тим, як банки кредитують, існує симетрія. Уряд мусить витрачати (або позичати) валюту, перш ніж платники податків зможуть сплатити податки цією валютою. Банки повинні надати депозити в кредит, а вже потім боржники банків зможуть погашати кредити за допомогою депозитів. У минулому державне казначейство одноосібно обробляло операції, пов'язані з фіскальною політикою. Воно в буквальному розумінні витрачало валюту, а потім збирало її як податки. Сучасні уряди розділили ці обов'язки між казначейством й урядовим банком, тобто центральним банком. Урядовий банк здійснює та отримує платежі для

держави. Казначейство досі випускає певну кількість готівкової валюти, але більша частина готівки надходить від центрального банку (у США — як федеральні резервні ноти172).

Більшість платежів Казначейства США проводяться у вигляді чеків або шляхом поповнення (кредиту) банківських рахунків отримувачів таких платежів — так само, як це роблять домогосподарства та суб'єкти господарювання, коли сплачують власні рахунки здебільшого чеками або прямими списаннями із залишків на власних рахунках173.

Центральні банки мають другу функцію, яка стала домінувати в мисленні більшості спостерігачів: вони — банки для банків, адже управляють платіжною системою та проводять кліринг міжбанківських платежів за номіналом.

Ці дві функції пов'язані між собою на балансі центрального банку. Ми могли б відокремити операції фіскальної політики й передати цей обов'язок казначейству. Складність у тому, що тоді приватні банки будуть змушені мати рахунки в казначействі — щоб казначейство могло здійснювати платежі безпосередньо на ці рахунки і списувати з них кошти, під час сплати податків. У такому разі банкам, як і раніше, буде потрібен рахунок у центральному банку для клірингу один з одним.

Тож якби ми справді «деконсолідували» ФРС і казначейство, банки повинні були б мати рахунки в них обох. Це «працювало» б, але навіщо зайвий клопіт? Чому б не дати ФРС спокій та зберегти її функції як банку казначейства і як банку банків? Просто все так заплутано! Ви маєте на увазі, що ФРС виконує дві функції? Це банк банків і банк уряду? Якби економісти збагнули це, то перестали непокоїтися через внутрішній облік рахунків між ФРС і казначейством.

ФРС і казначейство знають, що роблять. А звідки знаємо ми? Платіжні доручення клієнтів комерційних банків виконуються, і ФРС досягає цільової ставки. Якщо ж чеки або прямі платіжні доручення Казначейства США перестануть виконуватися174, ми знатимемо, що настав час для Конгресу США втрутитися й дати голові ФРС добрячої прочуханки. А доти, гадаю, деконсолідаторам просто доведеться затамувати подих.

Зауважте, що існує близько 40 первинних дилерів175, які повинні брати участь у торгах за казначейські цінні папери на конкурсній основі. Це утримує ціни на якомога нижчому рівні. Дилери роблять це головно тому, що їхні клієнти матимуть справу лише з первинними дилерами. Це означає, що Казначейство завжди може продати цінні папери і завжди може отримати депозити у ФРС для витрачання. Власноруч установлені «обмеження» — це не обмеження. Жодні «свавільники ринку облігацій» не можуть завадити дядькові Сему витрачати, відмовивши йому в позиці.

* * *

Утеча від національної валюти (англ. run on the currency) означає масовий попит на пряму конвертацію банківських депозитів в іноземну готівкову валюту в межах певного комерційного банку, що обслуговує клієнтів, які звертаються по послуги з такої конвертації, або на конвертацію в два етапи. На першому етапі банківські депозити в національній грошовій одиниці конвертуються в національну готівкову валюту; далі вона обмінюється на іноземну готівкову валюту — в іншому банку або на чорному ринку, попит на послуги якого розквітає саме в такий кризовий час. Безумовно, процес утечі від національної валюти супроводжується стрімким обвалом обмінного курсу проти іноземної валюти (як правило, проти долара США).

128 У цьому випадку зазвичай припускають, що родину обслуговує той самий банк, де вона має депозитний рахунок і в якому вона отримала кредит.

129 Банківський депозит — це зобов’язання банку, тобто його власне IOU.

130 У різних країнах такі центри можуть бути як приватними, так і державними. В Україні функції клірингового центру передано Національному банку України.

131 Фінансовий важіль, або фінансовий леверидж. Обидва терміни походять від англ. leverage і відбивають схильність суб’єкта економіки використовувати радше позикові, ніж власні кошти.

132 Маються на увазі ситуації, коли власник строкового депозиту звертається до банку по зняття коштів раніше за обумовлений депозитним договором термін.

133 Від англ. certificate of deposit.

134 Ідеться про валютні резерви в державній (національній) грошовій одиниці обліку. Банки утримують валютні резерви як готівку, резервні гроші, що обліковуються на резервному (кореспондентському) рахунку в центральному банку.

135 Ця операція передбачає принаймні два етапи. Спершу, поповнивши резерви на рахунку в центральному банку, комерційний банк обмінює резервні гроші на готівку. (Зазвичай такий обмін комерційний банк може провадити як із центральним банком, так і з комерційними банками; але в разі масового вилучення коштів такий обмін здійснюється, як правило, із залученням центрального банку). Далі, після поповнення каси банку готівкою, він здатен видати її своїм вкладникам.

136 В Україні центральний банк практикує диференційований підхід до вимог до нормативу обов'язкового резервування: до зобов'язань у національній та іноземних валютах застосовуються різні нормативи. Протягом шести років, тобто з 5 грудня 2008 року до 30 грудня 2014-го, НБУ застосовував норматив обов'язкового резервування до зобов'язань у національній валюті на рівні 0 %.

137 До речі, коли НБУ утримував норматив обов'язкового резервування до зобов'язань у національній валюті на рівні 0 %, його монетарна політика де-факто була сфокусована на фіксації обмінного курсу гривні до долара США на рівні 8 грн / дол. Ставка овернайт на резервні гроші в гривнях тоді не була дієвим елементом управління монетарної політики.

138 FDIC (www.fdic.gov). В Україні це Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (www.fg.gov.ua).

139 Англ. high powered money.

140 Режим доступу: https://youtu.be/odPfHY4ekHA?t=480.

141 В Україні внутрішні документи НБУ, професійне середовище комерційних банків та профільні засоби масової інформації використовують ширший термін «ліквідність» у значенні «резерви». Крім того, суспільне уявлення про банківський кредит асоціюється з його походженням від (чи завдяки)

«ліквідності». Прикладів чимало, включаючи посадовців з Ради НБУ. Водночас деякі концептуальні внутрішні документи НБУ все ще містять коректне тлумачення резервів, а саме «3.1.1. Огляд Національного банку України» (див.: https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xls).

142 Підприємство роздрібної торгівлі отримує товар від оптовиків на виплат на 30 днів. Таким чином воно надає оптовикам свої IOU (зобов’язання). На бухгалтерському балансі підприємства ці IOU обліковуватимуться як кредиторська заборгованість (пасив), а на балансі оптовиків — як дебіторська заборгованість (актив).

143 На балансі оптовика дебіторська заборгованість від підприємства роздрібної торгівлі погашається (або списується), оскільки поточний рахунок оптовика в банку, який його обслуговує, збільшується завдяки платежу від боржника.

144 Тобто в державні IOU — готівку та резервні гроші.

145 Тобто небанківські суб’єкти господарювання та певною мірою домогосподарства.

146 Англ. термін «shadow banks» уперше сформулював у 2007 році Пол Маккаллі, який свого часу працював головним економістом американської компанії з управління активами «PIMCO», очолюваної легендарним фінансистом Біллом Гроссом. Крім того, Маккаллі відомий економічними поглядами, які базуються на концепції Гаймана Мінськи. Саме йому належить відомий вислів, що Велика фінансова криза 2008 року була «моментом Мінськи».

147 Для здійснення щоденних розрахунків українські домогосподарства переважно використовують державні зобов’язання, тобто готівкову національну валюту.

148 Якщо проводиться економічна політика підтримування прив’язки (стабільного обмінного курсу) національної валюти до золота чи до іноземної валюти (зазвичай до долара США).

149 Англ. bitcoin походить від bit «комп'ютерний біт» та coin «монета».

150 http://www.wsj.com/articles/do-cryptocurrencies-such-as-bitcoin-have-a-future-1425269375. Ерік Тімуань — асоційований професор економіки в коледжі Льюїс-енд-Кларк (штат Орегон, США) та асоційований дослідник Інституту Леві.

151 Фінеас Тейлор Барнум (1810–1891) — американський шоумен, політик та бізнесмен XIX століття, також відомий своєю скандальною фразою, що стала в США крилатою: «Щохвилини народжується новий дурень».

152 Національні центральні банки країн — членів Єврозони.

153 Так звані mortgage-backed securities, або скорочено MBSs.

154 На балансі центрального банку.

155 У цьому випадку операція з видачі готівки банком супроводжується щонайменше двома проводками на балансі центрального банку: 1) кредит резервного (кореспондентського) рахунку банку в центральному банку з одночасним дебетом рахунку в активах центрального; 2) дебет резервного рахунку банку з одночасним кредитом рахунку центрального банку «готівка в обігу».

156 В Україні економічна та фінансова криза 2014–2015 років показала, що акціонери комерційних приватних банків, що стали неплатоспроможними, «забирають решту» (високоякісні застави, ліквідні активи), як правило, першими з-поміж інших учасників процесу (вкладників та уряду, який забезпечує систему страхування вкладів).

157 Готівка в касі та резервні гроші на резервному (кореспондентському) рахунку в центральному банку.

158 Англ. financial uses and sources approach.

159 Lawrence S. Ritter, «The Flow-of-Funds Accounts: A New Approach», Journal of Finance, 1963, vol. 18, issue 2, pp. 219–230.

160 Під політикою кількісного пом’якшення (англ. quantitative easing, або QE) розуміють монетарну політику центрального банку, що спрямована на викуп активів певного класу (як правило, державних облігацій) на ринку, в результаті чого обсяг резервів на рахунках банків збільшується. Після Великої фінансової кризи 2008 року таку політику активно застосовували центральні банки США і Японії та Європейський центральний банк. Згідно з документами ФРС, проведення політики кількісного пом’якшення мало пожвавити економіку США за такими каналами: 1) комунікаційний канал (ФРС оголосила, що підтримуватиме ставку «близько нуля впродовж тривалого періоду»); 2) канал рекомпозиції портфелів цінних паперів у приватному секторі на тлі того, що сам центральний банк викуповує різні групи активів (див.: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm). Важливо, що із самого початку проведення політики кількісного пом’якшення не передбачалося, що вона прямо збільшуватиме кредитування з боку комерційних банків.

161 Ендогенними вважаються змінні, які суб’єкт економіки не контролює; і навпаки: екзогенні змінні — ті, за якими існує контроль.

162 Пропозиція грошей — це грошова база, або «базові гроші». Не слід плутати це значення терміна з пропозицію грошей у розумінні грошової маси, або «широких грошей».

163 Один базисний пункт дорівнює 0,01 %. Отже, 25 базисних пунктів дорівнюють 0,25 %, а 150 — 1,5 %.

164 Як було зазначено вище, прив’язка обмінного курсу — це економічна політика, спрямована на підтримку стабільного обмінного курсу національної валюти щодо іноземної або золота.

165 По суті, ФРС ухвалила рішення про зниження цільової ставки з 2 % у вересні 2008 року до цільового діапазону 0–0,25 % у грудні того ж року.

166 У США «Мейн-стрит» — синонім до словосполучення «реальний сектор економіки» (нефінансові сектори). Його вживають на противагу іншому виразу — «Волл-стрит», який асоціюється з фінансовим сектором економіки і саме з його серцем у відповідному районі Нью-Йорка, де розташована фондова біржа та провідні інвестиційні банки.

167 В Україні теж.

168 Якщо консолідований уряд не продаватиме облігацій, обсяг резервів на рахунках комерційних банків у центральному банку й далі буде надлишковим, а це спричинить тиск на ставку відсотка овернайт на міжбанківському ринку резервних грошей, змушуючи її знижуватися.

169 До приватного сектору належать як комерційні банки, так і небанківські суб’єкти господарювання.

170 Fedwire (Federal Reserve Wire Network, або Федеральна автоматизована система грошових переказів) — електронна система для здійснення брутто-розрахунків у режимі реального часу.

171 Федерального бюджету.

172 В Україні НБУ виготовляє і впроваджує в обіг готівку у вигляді монет та купюр.

173 Шляхом надання платіжного доручення банку, що обслуговує клієнта, безпосередньо в банку або через комп’ютерну систему онлайн-банкінгу.

174 Тобто гроші не надходитимуть на рахунки отримувачів.

175 На ринку казначейських цінних паперів у США.

4. Фіскальні операції в країні, що емітує власну валюту

У цьому розділі ми почнемо розглядати такі питання: видатки уряду, оподаткування, установлення процентної ставки та випуск облігацій, іншими словами — фіскальні операції уряду, який емітує власну валюту. Власне, повністю відділити фіскальну політику від монетарної, особливо в питанні випуску державного боргу, просто неможливо. Тому в цьому розділі ми також розглянемо операції центрального банку з таргетування процентної ставки через взаємозв’язок між фіскальною та монетарною політикою.

Ми зважатимемо на те, що обраний режим обмінного курсу має значення для проведення внутрішньої економічної політики. Ми розмежуємо операційні можливості й обмеження, з якими стикаються всі уряди, що емітують власну валюту, та операційні можливості й обмеження урядів, які дозволяють плаваючий обмінний курс власних валют. Цього питання ми вже торкалися раніше, але тепер настав час зануритися в його основні деталі. І, як завжди, не забуваймо мету цього посібника: дати загальний аналіз, який можна застосувати до всіх країн, що емітують власну валюту. Режим обраного валютного курсу впливає на операції національної економіки, тому ми зазначатимемо, які операції застосовуються за якого режиму. Режими валютних курсів буде докладніше описано в розділі 6.

4.1. Базові принципи

Твердження, які не стосуються суверенного емітента валюти

Почнемо з деяких загальних уявлень, що насправді є хибними. Іншими словами, наведені нижче твердження не мають стосунку до держави — емітента валюти:

• Уряди мають бюджетні обмеження (так само як домогосподарства та інші суб'єкти господарювання) і, відповідно, повинні залучати кошти в бюджет через оподаткування чи запозичення.

• Бюджетні дефіцити — це «зло» та навантаження на економіку, окрім деяких випадків (таких як глибока рецесія).

• Дефіцити державного сектору призводять до зростання процентних ставок, ефекту «витіснення» приватного сектору і зрештою до інфляції.

• Дефіцити державного сектору «з'їдають» заощадження, які могли б піти на інвестиції.

• Дефіцити державного сектору залишають наступним поколінням у спадщину борг; щоб зменшити це навантаження, уряд повинен знизити видатки або збільшити ставки податків.

• Вищі бюджетні дефіцити сьогодні означають зростання ставки податку завтра, завдяки чому уряд зможе сплачувати відсотки й тіло боргу, який виникає через ці дефіцити.

Ці твердження не суперечать здоровому глузду, і деякі з них більш-менш слушні, якщо застосовувати їх до держав, які не емітують власної валюти. Але стосовно держав, які випускають національну валюту, вони не мають жодного сенсу.

Принципи, які застосовуються до суверенного емітента валюти

Замінімо ці хибні твердження на правильні для всіх країн — емітентів валюти, навіть тих, де діє режим фіксованого валютного курсу.

• Уряд визначає власну національну грошову одиницю як одиницю обліку, обкладає податками в цій грошовій одиниці та випускає номіновану в ній валюту, що може використовуватися для сплати податків та інших обов'язкових платежів урядові.

• Уряд витрачає шляхом зарахування (проведення бухгалтерських проводок із кредитом) до резервів банків176. А оподатковує

— списуючи (проводячи бухгалтерські проводки з дебетом) із резервів банків.

• Банки виступають посередниками між урядовим та неурядовим секторами, зараховуючи кошти на поточні рахунки клієнтів під час проведення бюджетних видатків та списуючи кошти з поточних рахунків клієнтів банку під час сплати податків.

• Бюджетні дефіцити — це нетто-зарахування (або так звані чисті зарахування) до резервів банків та водночас на поточні рахунки їхніх клієнтів.

• Цільова процентна ставка овернайт екзогенна, бо її встановлює центральний банк, але обсяг резервів на рахунках банків у центральному банку ендогенний, адже визначається потребами та прагненнями комерційних банків.

• Коефіцієнт «депозитного мультиплікатора» — це просте постфактумне співвідношення резервів та депозитів177. Депозити слід розглядати як такі, що збільшуються ендогенно178 проти резервів за принципом фінансового важеля, що водночас означає відсутність будь-якого наперед визначеного коефіцієнта фінансового важеля.

• Щоб платіжні доручення казначейства виконувалися, а фіскальні операції не вплинули на відхилення ставки овернайт від цільової ставки центрального банку, воно координує дії з центральним банком.

• Із цієї причини продаж державних облігацій не є операцією залучення коштів для суверенного уряду (у звичному значенні цього терміна); навпаки, державні облігації — це інструмент, що допомагає центральним банкам досягти цільової процентної ставки,

• і завдяки цьому уряд може «дозволити» собі купити все, що продається за національну валюту, хоча уряди завжди встановлюють обмеження на свої бюджетні видатки.

Здається, що деякі із цих тверджень не до кінця зрозумілі, хоча більшість з них ми вже розглядали в попередніх параграфах. Розтлумачимо їх пізніше. Наразі ми просто з’ясовуємо загальні принципи, щоб протиставити їх загальноприйнятій думці, яка уподібнює державний бюджет до бюджету окремого домогосподарства.

Водночас слід бути обережними та визнати, що ці принципи не означають, ніби урядові слід здійснювати видатки без будь-яких обмежень. Також твердження «уряд завжди може дозволити собі купити все, що продається за національну валюту», не означає, ніби він повинен купувати все, що продається в цій валюті. А якщо певні товари та послуги продаються лише за іноземну валюту, то уряд не зможе напряму купити їх за національну валюту. Тут спрацьовує обмеження щодо того, чи може уряд «дозволити» собі купити такі товари та послуги.

Ці принципи не заперечують, що занадто високі бюджетні видатки уряду можуть призвести до роздмухування інфляції. Національна валюта, ймовірно, девальвується, якщо уряд витрачатиме занадто багато або

якщо цільова відсоткова ставка овернайт центрального банку буде занадто низька. Це означає, що економічна політика держави — як процентна політика центрального банку, так і бюджетна політика центрального уряду — враховуватиме можливий вплив на обмінний курс та показники інфляції. У такому випадку заходи цих політик «обмежені» бажанням держави впливати на обмінний курс чи інфляційні показники.

Це повертає нас до питання про режим обмінного курсу, який підтримується в країні. Хоча названі принципи діють і в країнах з режимом фіксованого обмінного курсу, уряди повинні проводити монетарну та фіскальну політику таким чином, щоб підтримувати прив'язку національної валюти. Тому, поки уряди цих країн можуть «дозволити собі» витрачати більше, вони, швидше за все, волітимуть зменшувати свої бюджетні витрати, щоб захистити обмінні курси своїх валют. І поки держава здатна «екзогенно» знижувати свою цільову процентну ставку центрального банку, це може конфліктувати з політикою щодо обмінного курсу. Тому центральний банк схильний тримати високу цільову процентну ставку, якщо обмінний курс національної валюти фіксований.

У наступному параграфі ми докладніше розглянемо державний бюджет країни, суверенний уряд якої емітує власну валюту.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Ми сплачуємо податки уряду депозитами до запитання, чи не так?

Відповідь: Щоб сплатити податок, ви виписуєте платіжне доручення на користь національного податкового агентства (у Казначействі; у США це Служба внутрішніх доходів179), а ваш банк сплачує ваші податки, списуючи відповідну суму з резервів на власному резервному рахунку в центральному банку, й відповідно центральний банк зараховує цю суму на рахунок казначейства, яке теж має рахунок у центральному банку.

4.2. Вплив бюджетних дефіцитів суверенного уряду на заощадження, банківські резерви та процентні ставки

Розгляньмо тепер, як бюджет уряду впливає на недержавний сектор економіки. Саме в цьому розділі ми з'ясуємо зв'язок між бюджетними дефіцитами та заощадженнями і впливом бюджетних дефіцитів на банківські резерви та процентні ставки. Ми зупинимося лише на загальних питаннях; бюджетні обмеження й інші деталі будуть обговорені пізніше.

Бюджетний дефіцит і заощадження

Пригадаймо з попередніх параграфів: якщо один із трьох секторів економіки підтримує дефіцит, то принаймні ще один повинен мати профіцит (заощаджувати). Причина цього — рішення суб'єктів із сектору, що дотримується дефіциту, витрачати більше за свої доходи. Водночас суб'єкти економіки із секторів з профіцитом витрачатимуть менше за свої доходи, якщо, звичайно, ті надходять. З погляду кейнсіанської теорії це по-різному виражені твердження-синоніми: «витрати генерують дохід» та «інвестиції генерують заощадження». У контексті цього вони означають, що дефіцитні видатки державного сектору генерують профіцит (заощадження) недержавного сектору.

Очевидно, що таке пояснення перевертає усталене уявлення про бюджетні дефіцити. ММТ доводить: бюджетні дефіцити «фінансують» заощадження недержавного сектору в тому розумінні, що дефіцитні витрати уряду забезпечують дохід, який дозволяє недержавному секторові підтримувати профіцит. Якщо ж звернутися до фінансових залишків, то саме випуск урядових IOU дає змогу недержавному сектору накопичувати фінансові вимоги до уряду.

Звучить дивно, але сам фінансовий процес не складний для розуміння. Уряд витрачає (купує товари та послуги чи здійснює трансфертні соціальні платежі), кредитуючи банківські рахунки реципієнтів. Водночас поповнюються резерви комерційних банків у центральному банку. Уряд отримує податкові надходження, списуючи кошти з банківського рахунку платника податку (натомість центральний банк списує податкову суму з резервів банків, що обслуговують платників податку). Дефіцит упродовж певного періоду (скажімо, року) означає, що на резерви комерційних банків у центральному банку зарахувань надходить більше, ніж здійснюється списань. Таким чином, недержавний сектор реалізує свій профіцит проти державного сектору насамперед як такі нетто-зарахування180 на банківські рахунки. Тож усе просто: дефіцити державного сектору створюють профіцити недержавного.

У разі профіцитів державних бюджетів усе змінюється: якщо уряд дотримується профіциту, це означає, що в недержавному секторі дефіцит. Тобто залишки на банківських рахунках нетто (або в чистому вигляді) списуються181. Очевидно, бюджетні профіцити уряду призводять до руйнування чистих фінансових активів недержавного сектору через нетто-списування.

Вплив бюджетного дефіциту на банківські резерви та процентні ставки

У разі бюджетних дефіцитів банківські резерви спочатку збільшуються на таку саму суму. Це відбувається завдяки тому, що витрати казначейства миттєво спричиняють зарахування на банківські рахунки одержувачів урядових витрат і водночас зарахування у резерви комерційних банків у центральному банку182.

Щоб краще зрозуміти вплив дефіциту на резерви, розгляньмо систему, яка ще донедавна діяла в США, коли центральний банк не платив відсотків на залишки резервів. Це було до того, як ФРС запровадила політику кількісного пом'якшення. Витрати уряду з дефіцитом бюджету зрештою призводять до надлишкових залишків резервів у центральному банку: банки триматимуть на своїх рахунках більше резервів, ніж їм потрібно. У відповідь на це комерційні банки одразу ж почнуть надавати надлишкові резерви в овернайт-кредит іншим банкам на міжбанківському ринку резервних грошей.

Якщо вся банківська система має надлишкові резерви, то на міжбанківському ринку пропозиції надання резервів у кредит за поточною ставкою будуть незатребувані. Тоді банкам з надлишком резервів, щоб хоч якось на них заробити, доведеться знижувати процентну ставку. І ця «ринкова» ставка буде нижчою за цільову ставку овернайт центрального банку.

Через те що попит на резерви вкрай негнучкий щодо процентної ставки, зменшення ринкової ставки не збільшить обсягу резервів, яких потребують окремі банки. Іншими словами, у системі комерційних банків загалом неможливо усунути надлишкові резерви на рахунках банків простим зниженням процентної ставки. Якщо процентна ставка на міжбанківському ринку резервних грошей впаде нижче за цільовий рівень, то саме центральний банк здійснить інтервенцію, усунувши надлишок резервів з рахунків комерційних банків.

Таке відбувається, коли центральний банк продає державні облігації зі свого портфеля цінних паперів. Це називається операціями на відкритому ринку (ОВР). ОВР забезпечує обмін надлишкових резервів на державні облігації: на балансі центрального банку здійснюється бухгалтерська проводка з дебету (списання) його зобов'язань перед комерційними банками за резервними грішми, а з балансу банку — покупця облігацій списуються резерви на його рахунку в центральному банку. Водночас сума проданих облігацій списується з активу центрального банку й зараховується на актив комерційного банку.

Оскільки резерви на балансі комерційного банку зменшуються на суму, на яку збільшується портфель державних облігацій, можна констатувати, що внаслідок цієї інтервенції центрального банку в активах комерційного банку відбувається заміна. Але тепер комерційний банк набуває права вимоги до уряду (через володіння державними облігаціями), а не до центрального банку (через резервні гроші). На балансі центрального банку зменшуються не тільки активи (портфель державних облігацій), а й зобов'язання (резерви на рахунках комерційних банків). Тепер комерційний банк «щасливий», бо заробляє процентні доходи на облігаціях.

Очевидно, що цього процесу було б не уникнути, навіть якби центральний банк сплачував банкам відсотки за залишками резервних грошей, як це нині практикується в Сполучених Штатах, а раніше було в Канаді. Щойно комерційні банки акумулюють увесь потрібний їм обсяг резервів, вони спробують замінити надлишок резервів на державні облігації, які дають більшу дохідність. Банки не опускатимуть міжбанківську процентну ставку овернайт нижче рівня «ставки підтримки»

(за якою центральний банк платить за резервами), адже жоден комерційний банк не надасть резерви в кредит іншому комерційному банку за ставкою, що нижча від тієї, яку він може отримати від центрального банку. Натомість комерційні банки з надлишком резервів купуватимуть державні облігації з більшою дохідністю.

На практиці процентна ставка на резерви, що платить центральний банк, нижча за ту, під яку він віддає резерви в кредит комерційним банкам. Наприклад, комерційні банки США та Канади позичають резервні гроші в центрального банку через дисконтне вікно під дисконтну ставку (її ще називають «банківською ставкою», або «ставкою овернайт»). Позичаючи резервні гроші, центральний банк може стягувати з комерційних банків на 0,25 процентного пункту більше, ніж ставка, за якою він платить комерційним банкам за їхніми залишками резервних грошей. Наприклад, центральний банк стягує 2 % за кредитом і платить 1,75 % за залишком резервів. «Ринкова» процентна ставка на міжбанківському ринку резервних грошей залишатиметься приблизно в цих самих межах, бо комерційний банк з недостатніми резервами може позичити в центрального банку під 2 %, а комерційний банк з надлишковими резервами може заробити 1,75 % просто за залишком резервних грошей на рахунку в центральному банку.

Ускладнення та портфельні уподобання приватного сектору

Супроти твердження, ніби держава витрачає, одночасно поповнюючи банківські рахунки отримувачів таких витрат та резерви комерційних банків у центральному банку, зазвичай висувають два аргументи, а саме: 1) цей процес має бути складнішим, ніж описано тут; 2) а що як видатки приватного сектору та його портфельні уподобання не збігаються з метою державного бюджету?

Перше заперечення було спростовано в безлічі академічних статей та робочих матеріалів183 (див. публікації Стефані Белл (Келтон), Л. Ренделла Рея, Скотта Фуллвайлера, Феліпе Резенде, в яких описано операційні процедури, що застосовуються в США, Канаді та Бразилії; більше деталей, посилань на роботи цих авторів та лінків подано в параграфах 3.6 та 3.7). Насправді коли державне казначейство хоче здійснити витрати, то не може напряму зараховувати кошти (кредитувати) на банківські рахунки, адже банки не мають рахунків у самому казначействі.

Зазвичай щоразу, коли казначейство здійснює бюджетні витрати чи збирає податкові платежі, застосовується комплексна послідовність операцій та процедур, до яких залучені саме казначейство, центральний банк та комерційні банки. Ці заходи дозволяють урядові здійснювати бюджетні витрати, щоб податкові платежі на користь казначейства надходили вчасно й без збоїв та, що найважливіше, щоб не було негативних наслідків для функціонування банківської системи. І хоча механізм такого комплексу операцій досить складний, його результат залишається незмінним (витрати казначейства зумовлюють поповнення банківських рахунків, а податки, навпаки, до стягнень; бюджетні дефіцити

уряду означають нетто-зарахування як до резервів банків, так і на поточні рахунки їхніх клієнтів). (Читачам, які зацікавилися деталями, варто повернутися до параграфа 3.6).

Тут, як правило, постає питання: а що буде, якщо центральний банк відмовиться співпрацювати з казначейством? У такому разі центральний банк не досягне рівня цільової ставки овернайт (і згодом це поставить під загрозу всю платіжну систему, адже платіжні доручення виконуватимуться із затримками). Читачам цього посібника рекомендую ознайомитися із численною літературою про координацію дій центрального банку та казначейства, а також усе-таки повернутися до параграфа 3.6 (зокрема блоку запитань та відповідей наприкінці). Для неспеціалістів достатньо наведеного тут простого пояснення. Таким чином, бюджетні дефіцити уряду зумовлюють нетто-зарахування до банківських резервів; у разі створення надлишку резервів центральний банк вилучає їх, продаючи державні облігації зі свого портфеля цінних паперів, що в результаті підтримує цільову процентну ставку. Про координацію дій центрального банку та казначейства свідчить те, що центральний банк досягає бажаної процентної ставки, а платежі казначейства здійснюються без затримок.

Операційний результат продажу облігацій — обмін банківських резервів на державні облігації: це наче обмін банківських поточних рахунків у центральному банку (резерви) на ощадні (державні облігації). Його мета — зменшити знижувальний тиск на процентну ставку овернайт на міжбанківському ринку резервних грошей.

Щодо другого заперечення: якщо фіскальна політика уряду не відповідає бажаним заощадженням недержавного сектору, то витрати та надходження уряду коригуватимуться, допоки результат фіскальної політики184 та баланс недержавного сектору185 не відповідатимуть одне одному186. Уявімо, що уряд намагався дотримуватися більшого бюджетного дефіциту, ніж бажаний профіцит недержавного сектору. Тоді, щоб урегульовувати ситуацію в економіці, потрібно збільшити витрати недержавного сектору (і як результат — знизяться заощадження недержавного сектору та бюджетний дефіцит), збільшити оподаткування (що знизить бюджетний дефіцит і заощадження) або збільшити доходи недержавного сектору (і тоді більші заощадження дорівнюватимуть більшому дефіциту).

Оскільки податкові надходження (і деякі бюджетні видатки) визначаються ендогенно, тобто розвитком економіки, тож фіскальну політику уряду (принаймні частково) визначають ендогенні чинники. Тому фактичний фінансовий баланс недержавного сектору теж визначається ендогенно, тобто схильністю до формування доходів та нагромадження заощаджень. Відповідно до макроекономічної тотожності балансу трьох секторів економіки, яку ми розглядали раніше, не може бути різниці між балансом недержавного сектору та балансом державного (останній має протилежний знак: якщо в одного дефіцит, то в другого — профіцит). Це також означає, що сукупні заощадження недержавного сектору не можуть бути меншими (чи більшими) за бюджетний дефіцит. Баланси мусять бути збалансованими!

У наступному параграфі ми детальніше розглянемо схильність приватного сектору до заощаджень. Це допоможе нам дати повну відповідь на друге заперечення.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Центральний банк установлює процентну ставку овернайт, але як бути з іншими процентними ставками? Що, як фінансові ринки негативно сприйматимуть бюджетні дефіцити уряду, а «свавільники ринку облігацій» вимагатимуть вищих ставок?

Відповідь: Ми вже говорили про те, що центральний банк може встановити процентну ставку овернайт, а також ставку на будь-які інші фінансові активи, які він готовий купувати та продавати. Він може зафіксувати ставку дохідності 10-річних або ж 30-річних державних облігацій. У Сполучених Штатах Федеральна резервна система фактично зробила це під час Другої світової війни, але тепер цим не опікується. Навіть проводячи політику кількісного пом'якшення (метою якої було знизити довгострокові процентні ставки), ФРС використала доволі опосередкований метод, намагаючись опустити процентні ставки під цінні папери. Задля досягнення цінової мети вона намагалася використовувати кількісні параметри замість цінових! Іншими словами, оголошувала обсяг викупу казначейських облігацій США від учасників фінансового ринку, сподіваючись, що це істотно знизить ставки дохідності за цими державними цінними паперами. Ефективнішим методом було б оголосити, що вона планує купити достатню кількість казначейських облігацій, щоб знизити ставку дохідності за довгостроковими цінними паперами до свого цільового орієнтира (а тоді бути готовим купувати стільки, скільки потрібно).

Будь-які ставки, яких не визначає центральний банк, установлюються комплексно, одні — комплексніше, ніж інші. У Сполучених Штатах ставки за депозитами до запитання та строковими депозитами зазвичай регулювала економічна політика. (Це називалося «Регулювання Q», яке встановлювало нульову процентну ставку на депозитні рахунки до запитання і максимальну ставку 5,25 % чи 5,5 % на строкові депозити — залежно від типу установи). Економічна політика США також визначала певні процентні ставки для позик. Відсоткові ставки, за винятком тих, які регулює уряд, установлюються комплексом факторів: надбавками та зниженнями стосовно регульованих ставок, ризиком кредитоспроможності позичальника та ризиком ліквідності, очікуваннями від політики центрального банку, прогнозованими коливаннями валютного курсу тощо. Теорія відсоткової ставки занадто складна, щоб обговорювати її тут докладніше.

«Свавільники ринку облігацій»? Не продавайте їм облігації, якщо вони вимагають вищих відсоткових ставок, ніж ті, за якими схоче платити уряд. У національного уряду немає потреби продавати облігації, адже він може просто залишити резерви в комерційних банках. Центральний банк може платити нульовий процент на залишки резервних грошей на рахунках комерційних банків або будь-яку іншу ставку підтримки на свій розсуд. Такою, власне, й була рекомендація Джона Мейнарда Кейнса, яку він назвав «евтаназією рантьє», а саме: установіть безризикову процентну ставку на нулі й залиште її там назавжди.

4.3. Дефіцит державного бюджету і «двокроковий» процес заощадження

У попередніх розділах ми показали, що саме означають бюджетні дефіцити уряду для недержавного сектору: вони приводять до чистого збільшення залишків як на резервних рахунках банків у центральному банку, так і на депозитних рахунках реципієнтів державних витрат187. Зазвичай через це на кореспондентських рахунках комерційних банків у центральному банку нагромаджуються надмірні залишки резервних грошей. Згодом надлишкові резерви вилучаються (або, мовою банкірів, стерилізуються) шляхом випуску державних облігацій, які продає центральний банк чи казначейство188. Як наслідок, дефіцит державного бюджету переважно призводить до чистого збільшення (нетто)189 купівлі цінних паперів, що випускає уряд190, недержавним сектором. Та навіть якщо уряд не випускає цінних паперів, недержавний сектор зрештою отримує чисті заощадження у формі вимог до уряду (готівки та резервних грошей на кореспондентських рахунках банків у центральному банку).

Простішими словами, дефіцити державного бюджету створюють заощадження недержавного сектору у вигляді національної валюти (готівки, резервів191 або державних цінних паперів). Це тому, що державні дефіцити завжди означають, що уряд більше зараховував кошти (проводки з кредиту) на банківські рахунки через витрати державного бюджету, ніж здійснював з них відрахувань (проводки з дебету) через податки.

Потрібно уточнити, що ми говоримо про чисті заощадження в національній валюті. Внутрішній недержавний сектор може також робити чисті заощадження в активах в іноземній валюті. А деякі учасники недержавного сектору можуть заощаджувати у формі вимог до інших учасників внутрішнього недержавного сектору, та все це в результаті дає нуль (як ми казали раніше, такі заощадження — це «внутрішнє багатство»)192.

Повернімося до двох аргументів супроти нашого твердження, що витрати державного бюджету насправді здійснюються шляхом одночасного збільшення залишку коштів на банківському рахунку отримувача та на резервному рахунку банку, який його обслуговує. Зауваження були такі: а) процес державних витрат має бути складнішим за описаний вище, і б) а що як видатки приватного сектору та його портфельні уподобання не збігаються з результатом державного бюджету? У попередньому параграфі та в параграфі 3.6 ми розглянули перше зауваження. Саме час відповісти на друге.

Раніше ми вже наводили аргументи, що заощадження недержавного сектору в національній валюті не можуть передувати бюджетному дефіциту. Тож не слід думати, ніби уряд, який збирається виконати державний бюджет із дефіцитом, повинен перед цим звернутися до недержавного сектору, щоб позичити його заощадження. Радше потрібно визнати, що витрати уряду за своєю суттю першочергові. Вони здійснюються шляхом збільшення залишків на банківських рахунках. Також необхідно зрозуміти, що як кінцевий дефіцит державного бюджету, так і заощадження чистих фінансових активів недержавним сектором (або профіцит бюджету недержавного сектору) — у цьому розумінні залишкові, а також рівнозначні.

Ось найкраще формулювання цього взаємозв'язку: чисті заощадження недержавного сектору — це наслідок дефіцитів бюджету державного сектору, при цьому другий створює дохід та заощадження першого. Ці заощадження недержавного сектору не можуть передувати дефіцитам державного сектору, тому що заощадження створюються через чисте збільшення урядом залишків на банківських рахунках. Таким чином, заощадження насправді не «фінансують» дефіцит, радше дефіцит створює такий самий обсяг заощаджень. Усе-таки, як увесь час наголошується в посібнику, «танго танцюють удвох», а процес пристосування може бути складний. Недержавний сектор має прагнути чистих заощаджень, що задовольнялися б дефіцитом державного сектору.

Загалом, як стверджував Кейнс, заощадження — це фактично «двокроковий» процес: якщо є дохід, то потрібно вирішити, скільки заощаджувати; а коли вже є заощадження, — у якій формі вони зберігатимуться. Тому багато з тих, хто висловлює те друге заперечення (мовляв, портфельні уподобання недержавного сектору можуть суперечити планам уряду щодо витрат), усе-таки мають на увазі саме другий крок. Чи можемо ми бути певні, що дефіцит державного бюджету, який генерує накопичення вимог до уряду на руках у недержавного сектору, відповідатиме портфельним уподобанням цього сектору, навіть якщо його останній фінансовий стан свідчить про бажання заощадити? Відповідь: процентні ставки (відповідно й ціни активів) коригуються так, щоб недержавний сектор охоче зберігав свої заощадження в наявному наборі активів.

На цьому етапі для повного розуміння проблеми нам слід перейти до роз'яснення тієї ролі, яку відіграє державний борг, тобто державні коротко- й довгострокові облігації, що дають їхньому власникові регулярний процентний дохід193.

Для цього можемо припустити, що всі, хто продавав товари та послуги державі, робили це добровільно (жодного «примусового» продажу). Також можемо припустити, що всі реципієнти державного «трансферного» платежу (на зразок програми «Соціальне забезпечення») радо прийняли його. У такому разі реципієнти урядових витрат можуть зберігати отримані від уряду виплати як банківські депозити, знімати готівку або ж використовувати депозит для придбання товарів, послуг чи активів.

У першому випадку портфелі активів тих, хто заощаджує, не зазнають ніяких подальших змін194. У другому випадку банківські резерви та зобов'язання банків за депозитами зменшуються на однакову суму195 (це може спонукати до подальших дій, якщо сукупні резерви банківської системи буде знижено більше, ніж цього потребують банки чи вимагає центральний банк196; щоправда, потреби банків у резервних грошах центральний банк завжди задовольняє таким чином, щоб компенсувати зміни в обсязі резервних грошей на рахунках банків, через які, коли немає компенсатора, процентна ставка міжбанківського ринку відхиляється від цільового рівня центрального банку). У третьому випадку депозити переміщаються (у межах балансів комерційних банків) до продавців (товарів, послуг чи активів). Зменшити кількість банківських депозитів може тільки зняття готівки чи погашення банківських позик. Інакше змінюються лише імена власників банківського рахунку.

І все-таки ці процеси можуть вплинути на ціни товарів, послуг і, що найважливіше, активів. Якщо обсяг депозитів і резервів, що утворені дефіцитом державного бюджету, більший, ніж потрібно на агрегованому рівні, тоді «зміна гаманця» роздуває ціни на товари, послуги та активи, зменшуючи при цьому процентні ставки. Деякі депозити можуть бути надлишковими для портфельних уподобань їхніх власників, які можуть використати їх, щоб погасити отримані раніше банківські кредити, а це викреслює з балансу банків і кредити, і депозити водночас. Спробу перейти від банківських депозитів недержавний сектор зупинить, щойно ціни на продукти, послуги та активи врегулюються настільки, що він охоче зберігатиме всі додаткові депозити.

Сучасні центральні банки налаштовують свої операції таким чином, щоб процентна ставка овернайт міжбанківського ринку резервних грошей досягала цільового рівня. Тож якщо ставка овернайту відхиляється від цільового рівня, центральний банк реагує інтервенцією. Наприклад, якщо через надлишковий обсяг резервних грошей комерційні банки змушені кредитувати один одного за процентною ставкою овернайту, нижчою за цільовий рівень центрального банку, це провокує останній продавати державні облігації на відкритому ринку, що вилучає надлишкові резерви з банків197.

Пам’ятаймо, що резерви на балансі банку є в частині активів, а депозити — у частині зобов’язань. Коли уряд здійснює виплату відповідно до державного бюджету, на суму виплати збільшуються обидві частини балансу банку: дебет резервного рахунку банку в центральному банку і кредит депозитного рахунку отримувача виплати. Більшість додаткових резервів, що отримують банки, будуть надлишковими (загалом це складне питання, оскільки резервні вимоги розраховуються та виконуються на певну звітну дату, та наразі оминемо ці деталі). Банки ухвалюють рішення згідно зі своїми портфельними вподобаннями: наприклад, придбати щось, що забезпечить вищу процентну ставку. Спершу вони можуть надавати кредити іншому банкові на ринку овернайт, що опускає процентну ставку овернайт на міжбанківському ринку. Далі можуть придбати близький аналог резервних грошей — державні облігації, а після цього — диверсифікувати в інші активи. (Зауважте: якщо вони не купують цінних паперів у казначействі чи центральному банку, це лише переміщує резерви між банками, але не скорочує сукупних резервів). Оскільки мета центральних банків — процентна ставка, вони реагуватимуть, якщо ставка впаде нижче цільового рівня. Вони почнуть продавати державні цінні папери. Ці операції ліквідують надлишкові резерви й тиск з метою пониження процентних ставок. (Як було зазначено раніше, усе змінюється, коли цільова процентна ставка центрального банку дорівнює нулю або якщо центральний банк виплачує банкам за так званою ставкою підтримки, нижче якої надлишкові залишки резервних грошей на рахунках банків не здатні понизити ринкові ставки).

Тож відповідь на друге зауваження про невідповідність портфельних уподобань насправді досить проста: ціни активів / процентні ставки пристосовуються таким чином, що портфельні вподобання недержавного сектору відповідають величині резервів та депозитів, сформованих унаслідок державних витрат; а якщо центральний банк не хоче, щоб короткострокова процентна ставка відхилялася від цільового рівня, він втручається в ситуацію, здійснюючи операції на відкритому ринку. Візьміть

до уваги, що ціни активів та процентні ставки рухаються в протилежних напрямках. Якщо ціна облігації підвищується, її дохідність — процентна ставка — знижується. Якщо банки володіють надлишковими резервами, то підвищують ціни на облігації, бо хочуть, щоб прибуток був вищим за ставку, сплачену за резервами, а це зменшує реальний дохід облігацій. Коли центральний банк продає облігації на відкритому ринку, ціни на облігації перестають рости, а процентні ставки — знижуватися.

Доведено, що побоювання уряду «друкувати гроші» в разі недостатнього фінансування економіки — необґрунтовані. Усі державні витрати генерують поповнення депозитних рахунків комерційних банків, що можна було б вважати наростанням грошової маси (первісно резерви й депозити збільшуються на величину, що дорівнює державним витратам). Портфельні вподобання недержавного сектору визначать, скільки новостворених резервів буде трансформовано в облігації, а податкові платежі — скільки новостворених резервів та депозитів буде ліквідовано через оподаткування.

Продаж облігацій забезпечує резервам альтернативу, яка дає процентний дохід

Можна сказати, що короткострокові державні облігації — це альтернатива для банківських резервів, яка дає процентний дохід (повторюся, резерви в центральному банку зазвичай не дають процентів; а коли й дають, то державні облігації — прибутковіша заміна). Незалежно від того, хто їх продає — центральний банк (операції на відкритому ринку) чи казначейство (первинний ринок облігацій), результат однаковий: резерви обмінюються на державні цінні папери. І все це задля того, щоб посприяти центральному банкові досягти цільової одноденної процентної ставки, тож хай хто продає облігації — центральний банк чи казначейство, — їх слід уважати операцією монетарної політики.

З позиції держави резерви банків не бувають дискреційні198 (в економічній літературі це називають «пристосувальницьким» або «горизонталістським» підходом). Якщо банківська система має надлишок резервів, то міжбанківська процентна ставка овернайт падає нижче цільового рівня центрального банку (це відбуватиметься, коли овернайт і цільова ставка перевищать будь-який рівень ставки підтримки, яку центральний банк сплачує на залишки за резервами), а це призводить до продажу державних облігацій. Якщо в банківській системі нестача резервів, ринкова процентна ставка овернайт перевищує цільову, і відбувається викуп державних облігацій. На цьому етапі центральний банк і казначейство не відрізняються між собою. Ефект від продажу/купівлі (чи погашення) державних облігацій — однаковий.

Проте ми тут приходимо до несподіваного результату. Оскільки дефіцит державного бюджету зумовлює чисте збільшення банківських резервів та депозитів, він генерує надлишок резервів для комерційних банків. Якщо нічого не відбувається, банки знизять міжбанківську

процентну ставку овернайт. Іншими словами, бюджетний дефіцит насамперед має впливати на зниження (а не підвищення) процентних ставок. Тоді, щоб запропонувати процентну альтернативу надлишковим резервам, центральний банк або казначейство продає державні облігації. Мета — запобігти падінню процентної ставки нижче цільової. Якщо центральний банк виплачує ставку підтримки на резерви (процент на залишки резервів комерційних банків), бюджетні дефіцити, ймовірно, змусять банки, що отримують резерви, підвищити ціни на державні облігації (адже вони намагаються перейти від резервів до облігацій з вищими процентами), знизивши процентні ставки за цими цінними паперами. Тож за інших рівних умов бюджетний дефіцит опускає ставку (а не піднімає) — а цей висновок суперечить загальноприйнятій думці.

Центральний банк задовольняє попит на резерви

Із цього випливає твердження, що центральний банк не може стимулювати/припинити банківське кредитування199, надаючи банкам резерви чи відмовляючись їх надати. Центральний банк радше сприяє банківській системі, забезпечуючи бажану кількість резервів. Дискреційний200 лише цільовий рівень процентної ставки, а не кількість резервів.

Якщо центральний банк «накачає» банківську систему надлишковими резервами і залишить їх там, одноденна процентна ставка впаде до нуля (або до рівня ставки підтримки центрального банку, якщо він виплачує процентний дохід за залишками резервів). Власне, це і відбувалося в Японії впродовж більше ніж десяти років після їхньої фінансової кризи, а також у США, коли після Великої фінансової кризи 2007–2008 років керівництво ФРС запровадило програму «кількісного пом'якшення» (у 2015 році естафету вирішив перейняти Європейський центральний банк, запровадивши власне кількісне пом'якшення). У Сполучених Штатах, доки ФРС платить позитивну низьку ставку на резерви (наприклад, 25 базових пунктів), доти «ринок» (процентна ставка міжбанківського ринку резервних грошей) за наявності надлишкових резервів буде близький до цієї ставки.

Нині центральні банки працюють з явно оголошеним цільовим рівнем процентної ставки, хоча багато з них дозволяє процентній ставці овернайт відхилятися у визначених межах і втручається, якщо ринкова ставка відхиляється від цілі більше, ніж готовий толерувати центральний банк. Іншими словами, сучасні центральні банки працюють за правилом ціни (цільової процентної ставки), а не за кількісним правилом (щодо резервів чи грошових агрегованих показників).

Під час фінансової кризи попит банків на надлишкові резерви значно зріс, і у ФРС навчилися забезпечувати цей попит. У той час деякі експерти дивувалися, чому «накачування» ліквідністю (створення величезної кількості надлишкових резервів через політику кількісного пом'якшення ФРС) не сприяє банківському кредитуванню201. Хоча ММТійникам

завжди було зрозуміло, що рішення про банківське кредитування не обмежене (навіть і близько не пов’язане) кількістю утримуваних резервів.

Банки дають у борг кредитоспроможним позичальникам, створюючи депозити й утримуючи IOU позичальників. Якщо ж банкам потрібні (чи їх цікавлять) резерви, щоб отримати їх, вони йдуть на міжбанківський ринок овернайт чи в дисконтне вікно центрального банку. Якщо вся банківська система відчуває нестачу в резервах, тиск на підвищення процентної ставки овернайт сигналізує центральному банкові про те, що йому слід втрутитися й надати резерви, викупивши державні облігації на відкритому ринку.

Дефіцити державного бюджету і глобальні заощадження

Чимало аналітиків переймаються, що фінансування дефіцитів національного уряду вимагатиме безперервного припливу глобальних заощаджень (у випадку США — особливо китайських заощаджень на фінансування дефіциту національного уряду США). Вважається: якщо цього виявиться недостатньо, урядові, щоб профінансувати свій дефіцит, доведеться «надрукувати гроші», а це спричинить інфляцію. Або й гірше: рано чи пізно уряд зрозуміє, що більше не може обслуговувати боргових зобов’язань, які він випустив, і буде змушений оголосити дефолт202.

Поки що відокремимо питання іноземних і внутрішніх заощаджень. Річ у тому, чи може державний дефіцит перевищити заощадження недержавного сектору в національній валюті (усі внутрішні та заощадження решти країн світу в цій валюті). Наш аналіз, представлений вище, свідчить, що це неможливо. По-перше, за обліковою тотожністю секторальних балансів державний дефіцит дорівнює профіциту недержавного сектору (тобто його заощадженням). По-друге, державні витрати в національній валюті зумовлюють рівнозначне поповнення залишків депозитних рахунків банків (бухгалтерська проводка з кредиту). Податки означають списання із залишків (дебету) цих рахунків, тож державний дефіцит точно дорівнює обсягу чистого поповнення банківських рахунків. Як ми вже зазначали, портфельні вподобання недержавного сектору в такому разі визначають, чи продаватиме держава (центральний банк або казначейство) облігації для вилучення резервів. Ці чисті поповнення банківських рахунків (що згодом дорівнюють збільшенню готівки, резервів та державних облігацій) тотожні чистому нагромадженню фінансових активів у недержавному секторі, номінованих у національній валюті.

Ті, хто стверджують, що урядові США слід позичати долари в ощадливих китайців, не розуміють основ бухгалтерського обліку. Китайці не емітують доларів, це роблять Сполучені Штати. Кожен долар, який китайці «позичають» США, прийшов зі Сполучених Штатів. Фактично китайці отримують долари США (ФРС здійснює проводку з кредиту резервного рахунку банку, що їх обслуговує) від свого експортного продажу (здебільшого) Сполученим Штатам, а потім коригують свої портфельні уподобання, купуючи доларові активи з вищим процентом (переважно облігації Казначейства США).

Уряд США ніколи не позичає в Китаю, щоб фінансувати свій бюджетний дефіцит. Насправді дефіцит поточного рахунку США забезпечує китайців фінансовими вимогами, що номіновані в доларах США. Зі свого боку, бюджетний дефіцит уряду США переводить ці фінансові вимоги у «валютну» форму (у широкому розумінні це готівка, резерви й державні цінні папери).

Підсумовуємо: державний дефіцит створює еквівалентний обсяг заощаджень для недержавного сектору, тому уряд не може зіштовхнутися з недостатнім забезпеченням заощаджень.

Далі ми докладніше розглянемо ситуацію, коли власниками державних облігацій є іноземні інвестори.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи можна стверджувати, що високі темпи внутрішніх заощаджень у Японії — це наслідок великого державного дефіциту і лише їх незначна частина «витікає» за кордон завдяки профіциту їхнього поточного рахунку платіжного балансу? І чи можна припустити, що темпи нагромадження заощаджень японцями суттєво ЗАЛЕЖАТЬ ВІД дефіцитів державного бюджету? А отже, саме дефіцити «спричиняють» заощадження, а не заощадження «уможливлюють» дефіцити?

Відповідь: Саме так! Дефіцит державного бюджету японців + надлишок поточного рахунку = великі внутрішні заощадження. За формулою макроекономічної тотожності, єна до єни. Справді, цей причинно-наслідковий ланцюжок чудово пояснюється кейнсіанською теорією: від витрат до доходу і до заощаджень, або від вливань до втрат. «Два втрачені десятиліття» Японії, зокрема повільне зростання, сформували дуже великий бюджетний дефіцит, достатній, щоб запобігти повному краху економіки, адже бюджетний дефіцит разом з позитивним сальдо торговельного балансу задовольняють потреби у внутрішніх чистих заощадженнях. Без сумніву, «танго танцюють удвох». Сучасні уряди виконують державний бюджет, пристосовуючись до стану економіки: у часи кризи податки знижуються, а витрати зростають. Натомість кризу можна вважати наслідком невідповідного сукупного попиту, що призводить до небажання витрачати. А це вже результат схильності до накопичення заощаджень, особливо в ліквідній формі. Таким чином, приватний сектор хоче робити чисті заощадження в державних IOU; так він не витрачатиме й, щоб задовольнити власні потреби в заощадженнях, підштовхуватиме державний бюджет до дефіциту. Без сумніву, причинно-наслідковий ланцюжок завжди складніший за наведене стисле пояснення, яке охоплює лише головні аспекти питання. Соціальний захист, який забезпечує Японія, неприйнятний на тлі кризи двох десятиліть сповільненого зростання. Відповідно стає ідеально логічним заощаджувати, але це призводить до низьких темпів зростання економіки, а відтак і до зростання бюджетного дефіциту. Та все-таки, з огляду на те, що внутрішні заощадження недержавного сектору не можуть відбуватися без дефіциту державного бюджету (та позитивного сальдо, або профіциту, балансу зовнішньої торгівлі), буде доречно підкреслити, що дефіцити державного бюджету сприяють реалізації бажаних заощаджень у недержавному секторі.

4.4. А якщо власники державних облігацій — іноземці203?

Ми з'ясували, що державні дефіцити створюють такі самі за обсягом заощадження недержавного сектору. Створені заощадження зберігатимуться як фінансові вимоги до уряду. Зазвичай частину цих заощаджень недержавний сектор намагається зберігати не в безпроцентних IOU на кшталт готівки, а в державних облігаціях — IOU уряду, що дають процентний дохід. Також ми показали, що бюджетні дефіцити створюють такі самі за розміром банківські резерви. І банки воліють тримати високодохідні активи, а не резерви, які майже нічого не заробляють (донедавна в США за ними виплачувалося 0 %). Відповідно, як власники заощаджень, так і банки, віддають перевагу державним облігаціям. Отже, у звичайні часи уряд пропонуватиме облігації, які приносять проценти, що майже дорівнюють його дефіциту (різницю становлять банківські нагромадження резервів та нагромадження валюти в приватному секторі).

Проте коли уряд підтримує дефіцит державного бюджету, деякі фінансові вимоги до нього можуть опинитися в руках іноземців. Чи це важливо? Більшість вважає, що так. Побоювання змушують кидатися з однієї крайності до другої. Багато хто думає, що уряд США й далі підтримуватиме дефіцит, проте зіштовхнеться з тим, що бажання Китаю «позичати» урядові США буде недостатньо, щоб абсорбувати випуск облігацій. Інші стверджують, що Японія може досягати співвідношення державного боргу до ВВП на рівні 200 % від ВВП лише тому, що 90 % усього цього боргу — усередині країни, тобто на руках у японців. Кажуть, ніби США не можуть підтримувати такий високий рівень боргу, бо значну частину цих «позик» узято в іноземців, які можуть «оголосити страйк». Інші переживають за здатність уряду США виплачувати проценти іноземцям. Що буде, коли іноземці вимагатимуть вищих відсотків? А вплив на обмінний курс долара США — як бути із цим? А тепер про все по черзі.

Державний борг у руках іноземців

Дефіцити державного бюджету створюють еквівалентну суму заощаджень недержавного сектору (долар за долар, єна за єну). Проте деякі зі створених заощаджень накопичуватимуться в руках іноземців, адже вони теж можуть нагромаджувати державний борг уряду, номінований у національній валюті.

Окрім того, що іноземці фактично володіють національною валютою, зокрема готівкою та резервами, вони можуть мати й державні облігації. Зазвичай останні просто набувають форми бухгалтерських проводок у комп'ютерній системі, що обліковує баланс центрального банку держави-емітента. Проценти за цими «облігаціями» (і це не залежить від того, хто їхній власник — іноземці чи резиденти країни) виплачуються простим «натисканням на клавішу», після чого в комп'ютерній системі здійснюється бухгалтерська проводка, що підвищує номінальну вартість

«облігації» (яка також є бухгалтерським обліковим записом). Портфельні вподобання іноземців визначать, чи віддадуть вони перевагу державним облігаціям, чи й далі володітимуть лише резервами. Як нам уже відомо, зміна резервів на державні облігації відбувається в електронній формі; фактично це перехід від «розрахункового» (резерви) до «ощадного рахунку» (державні облігації).

На графіку 4.1 показано зв'язок між дефіцитом поточного рахунку та обсягами державних облігацій США на руках в іноземців.

Як показує графік, при збільшенні дефіциту поточного рахунку платіжного балансу США (цей показник зображено на графіку по шкалі праворуч із протилежним знаком, тож дефіцит має позитивне значення) від 0 % у 1970-х до 6 % від ВВП на початку Великої фінансової кризи кількість облігацій Казначейства США у власності іноземців (здебільшого це «офіційні державні активи в іноземних облігаціях» інших держав) стабільно зростала як частка державних цінних паперів США в обігу. Вони зросли більш ніж на половину. Графік 4.2 показує структуру володіння державними облігаціями США за країнами та регіонами світу.

Існує така тенденція: країни, здатні підтримувати високий профіцит поточного рахунку щодо економіки Сполучених Штатів, перетворюються на великих іноземних власників облігацій Казначейства США. З огляду на все, про що ми говорили вище, це зовсім не дивно. На початку 2000-х «великим» власником була Японія; з нарощенням китайського експорту до США найбільшим власником став Китай.

Багато хто вважає, що визначальним є питання, хто власник цих облікових записів в електронній системі центрального банку — резиденти чи іноземці. Логіка цієї думки в тому, що резиденти США у своїх портфельних уподобаннях значно менше схильні переходити на активи, номіновані в іноземних валютах. Крім того, процентні виплати резидентам підвищують вітчизняний дохід і, відповідно, державні податкові надходження, що теоретично полегшує обслуговування боргу.

Уявімо ситуацію, коли з певних причин іноземні власники державного боргу вирішують перейти до боргу, що номінований у якійсь іншій валюті. У такому випадку вони або продають державні облігації на ринку, або вирішують дочекатися дати їх погашення (тобто відмовляються купувати нові випуски державних облігацій). У зв'язку із цим виникає побоювання, що це матиме негативний вплив на процентну ставку та обмінний курс валюти: у разі погашення боргу урядові, можливо, доведеться випускати нові боргові зобов'язання з вищою процентною ставкою, а надлишок пропозицій продажу може ослабити обмінний курс. Розглянемо ці два варіанти окремо.

1. Тиск на процентну ставку. Уявімо, що значна частка державних облігацій у національній валюті зберігається ззовні, в іноземців. Іноземці вирішують, що замість облігацій хотіли б мати резерви — можливо, через те, що вони не задоволені низькою процентною ставкою, яка виплачується за державними облігаціями. Чи можуть вони натиснути на уряд, щоб підняти цю процентну ставку?

Зміна портфельних уподобань іноземців, яка закінчується відмовою від державних облігацій цього уряду, скорочує придбання цих облігацій іноземцями. Виходить, що лише вищі процентні ставки, обіцяні урядом, можуть відновити іноземний попит.

Проте нам уже відомо, що облігації продають з метою запропонувати альтернативу, що дає процентний дохід, для резервів, за якими виплачується низький або нульовий процент. Іноземці та внутрішні резиденти купують державні облігації, коли ті стають привабливіші за резерви. Відмова купувати нові випуски державних облігацій після погашення попередніх означає, що на глобальному рівні комерційні банки матимуть більше резервів (залишків на резервних або кореспондентських рахунках у центральному банку країни, чий уряд випускає облігації) та менше облігацій. Продаж облігацій в обігу, погашати які ще не час, — це просто «пересування» резервів від покупця до продавця.

Жодна із цих дій не змусить уряд, що випускає облігації, змінити свою стратегію на ринку не на свою користь; немає таких важелів впливу, які спонукали б його пропонувати вищі процентні ставки, щоб знайти покупців для своїх облігацій. З погляду уряду, абсолютно раціональним буде дозволити банкам тримати більше резервів і випускати дедалі менше облігацій. Зверніть увагу, це означає, що уряд платить нижчі проценти, а не вищі.

Інший варіант — уряд може запропонувати вищі відсотки, щоб продати більше облігацій (навіть якщо такої потреби немає). Та це означатиме «натискати клавіші», щоб власники облігацій мали більші проценти. Уряд завжди може «дозволити собі» частіше «натискати клавіші», проте фінансовий ринок не в змозі змусити уряд, бо він може просто зупинити продаж облігацій, що дозволить учасникам фінансового ринку нагромаджувати резерви.

2. Тиск на обмінний курс. Серйозніший випадок, коли іноземці вирішують, що не хочуть зберігати ані резервів, ані облігацій, номінованих у певній валюті.

Коли іноземні власники вирішують продати державні облігації, то мусять знайти покупців. Припустімо, вони хочуть змінити валюту. Їм потрібно знайти власників із залишками резервів, номінованих в іншій валюті, що бажають обміняти їх на облігації, запропоновані на продаж. Цілком можливо, що потенційні покупці придбають облігації лише за нижчим валютним курсом (визначеним як вартість валюти державних облігацій, запропонованих на продаж, стосовно бажаної валюти продавців).

Саме тому іноземний продаж державного боргу може вплинути на обмінний курс національної валюти. Доки уряд хотітиме

забезпечувати «плавання» обмінного курсу своєї валюти, йому не слід втручатися, щоб запобігти знеціненню.

Таким чином, зміна портфельних уподобань іноземних власників державних облігацій може справді призвести до знецінення валюти. Але якщо це станеться, урядові не потрібно вживати додаткових заходів, доки валюта «плаває».

Поточний рахунок платіжного балансу та накопичення фінансових вимог іноземцями

Тож як усе-таки іноземці стають власниками резервів та облігацій, номінованих у національній валюті держави?

Як уже було показано, макроекономічне рівняння секторальних балансів економіки доводить: якщо баланс внутрішнього приватного сектору нульовий, державний дефіцит дорівнює дефіциту поточного рахунку платіжного балансу. Дефіцит поточного рахунку спричинить чисте накопичення фінансових активів на руках іноземців у формі державного боргу. Ось чому уряд США зазвичай підтримує дефіцит і випускає державні боргові зобов’язання, які накопичує Китай, Японія або якась інша країна світу.

Звичайно, у Сполучених Штатів багато років поспіль (за президентства Білла Клінтона та Джорджа Буша-молодшого) внутрішній приватний сектор так само підтримував дефіцит, тож іноземці теж накопичували чисті вимоги до американських домашніх господарств та фірм, здебільшого через кредити під заставу цінних паперів. За обліковою тотожністю, дефіцит поточного рахунку США означає, що фінансові вимоги до економіки країни, номіновані в доларах США, накопичать іноземці.

Після кризи 2008 року приватний сектор США збалансував свій бюджет і фактично почав підтримувати профіцит. Однак дефіцит поточного рахунку платіжного балансу залишився. Дефіцит державного бюджету США зріс; згідно з тотожністю, він дорівнював сумі дефіциту поточного рахунку та профіциту приватного сектору. Уряд США став єдиним чистим джерелом нових фінансових активів, номінованих у доларах США (приватний сектор США підтримував дефіцит), а іноземці в такий спосіб накопичували державний борг США.

Як ми вже говорили, дехто побоюється, що Китай може раптово припинити накопичувати державний борг США. Іноземні фінансові активи Китаю наприкінці 2014 року сягнули близько 4 трлн доларів, значна частина яких — активи, номіновані в доларах США. З них 1,2 трлн доларів США — це облігації Казначейства США (це більш ніж чверть усіх державних облігацій США, що перебувають у власності іноземців). Здається, це наражає економіку США на небезпеку, адже Китай може дорікнути американському урядові: «Треба знати міру!». Та ми не можемо просто замінити одну частину облікової тотожності, а також не можемо ігнорувати

фактор узгодженості між фінансовими потоками та фінансовими залишками на балансах суб'єктів економіки, який із неї випливає.

Для того щоб припинити накопичувати активи, номіновані в доларах, решті країн світу слід також перестати підтримувати профіцит поточного рахунку платіжного балансу стосовно економіки США. Тож зворотним боком рішення Китаю зупинити накопичувати долари буде припинення чистого експорту в США. Таке може статися, але шанси вкрай незначні.

Крім того, якщо китайці намагатимуться підтримувати профіцит поточного рахунку стосовно економіки США й уникатимуть накопичення активів, номінованих у доларах, вони будуть змушені скинути долари, які вони заробили на експорті до США, продаючи їх за інші валюти. А через це, як багато хто побоюється, може знецінитися долар, що, зі свого боку, знизить вартість китайських доларових активів. Навряд чи це в інтересах центрального банку Китаю, який відповідає за управління валютними резервами.

Знецінення долара також підвищить доларову вартість китайського експорту, і подальше експортування до Сполучених Штатів опиниться в небезпеці. Саме тому раптова втеча Китаю від долара США та від активів, номінованих у цій валюті, доволі малоймовірна. Можливий повільний перехід на інші валюти, особливо якщо Китай знайде альтернативні ринки для свого експорту.

Таким чином, побоювання про те, ніби іноземні «свавільники ринку облігацій» здатні негативно впливати на вартість облігацій Казначейства США, не надто обґрунтовані.

Далі ми розглянемо популярне твердження про «особливість» США. Адже США здатні підтримувати постійний дефіцит державного бюджету та дефіцит зовнішньої торгівлі, тоді як решта країн на таке не спроможні.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Як щодо китайців чи інших іноземців, що купують активи США за долари, які вони тримають як залишки на своїх банківських рахунках? Хіба вони не можуть контролювати приватні компанії США, громадян та, зрештою, уряд країни?

Відповідь: Пригадую, ці самі аргументи звучали ще в 1980-х, коли японці «скуповували» Гаваї та місто Нью-Йорк. Однак коли іноземці купують активи США, вони дотримуються законів США. Якщо виборцям США не подобається, що роблять іноземці зі своєю «власністю», вони змінюють закони. У будь-якому разі більшість «китайських доларів» безпечно замкнені у ФРС США або у формі резервів, або у формі державних цінних паперів. У китайців немає очевидного контролю над Сполученими Штатами через це майно, окрім тих преференцій, які Сполучені Штати самі вирішують їм надати.

Запитання: Як іноземні центральні банки здійснюють бухгалтерський облік, коли купують долари США?

Відповідь: Типовий приклад: країна (наприклад, Китай) експортує товари до Сполучених Штатів. Експортери заробляють долари, але їм, щоб заплатити працівникам, купити сировину чи погасити борг, потрібна національна валюта — юані. Банк експортерів зараховує (здійснює внутрішню бухгалтерську проводку з кредиту) на їхній депозитний рахунок юані, а центральний банк Китаю зараховує резерви в юанях на кореспондентський рахунок банку (друга сторона внутрішньої проводки банку з дебету). Отже, доларові резерви опиняються в центральному банку Китаю204 (це актив центрального банку Китаю й водночас зобов'язання на балансі Федеральної резервної системи). Тоді, щоб заробити процентний дохід, центральний банк Китаю купує державні цінні папери США. ФРС списує (дебет) свої резерви й зараховує (кредит) облігації Казначейства США на рахунок центрального банку Китаю. Як наслідок — у Сполучених Штатах частину банківських резервів дебетовано, а резерви центрального банку Китаю кредитовано. Допоки центральний банк Китаю купує цінні папери, у загальних резервах не відбувається жодних змін. На цьому етапі резерви зникають, зобов'язання ФРС перед Китаєм зменшуються, а зобов'язання Казначейства США — збільшуються. Це не обов'язково вплине на валютний курс долара до юаня, адже експортні товари продавалися, а імпортні — купувалися добровільно, а Китай лише експортував, бо йому потрібні були долари (спершу як резерви, а згодом — обміняні на облігації Казначейства США). Далі завжди постає інше питання: а якщо Китай вирішить відійти від долара та позбутися облігацій Казначейства США? Якби це сталося, долар знецінився б, а Китай програв, бо його доларові активи впали б у вартості стосовно юаня. На щастя, Китай не хоче обвалу долара. Він не витрачатиме долари частково й тому, що хоче, щоб долар утримував свою вартість, а американці купували китайські експортні товари.

4.5. Кредитоспроможність валюти й особливий статус долара США

У попередніх параграфах ми розглядали, як суверенні уряди випускають облігації. Ми показали, що це не «позичання», а радше альтернатива з (більшим) процентним доходом порівняно із залишками резервів банків у центральному банку. Також ішлося про те, що насправді байдуже, хто власник державних облігацій — резиденти чи іноземці.

Утім за плаваючого валютного режиму іноземці, що зберігають резерви чи державні облігації, можуть вирішити їх продати, що, ймовірно, вплине на обмінний курс. З цієї ж причини країни, які хочуть підтримувати чистий експорт, скажімо, проти економіки США, зацікавлені в накопиченні фінансових вимог у доларах — часто через те, що їхній внутрішній попит надто низький для того, щоб поглинути весь внутрішній вироблений продукт, або через те, що хочуть прив'язати свої валюти до долара США. Саме тому «втеча» від суверенної валюти в інші валюти (а з нею стрімке знецінення її обмінного курсу) малоймовірна.

Це свідчить про те, що статус США та її валюти — винятковий. Так, США можуть підтримувати бюджетний дефіцит (що допомагає

стимулювати дефіцит поточного рахунку платіжного балансу), особливо не переймаючись питаннями кредитоспроможності ні свого уряду, ні цілої країни, адже решті світу потрібні долари США. Та чи стосується це інших держав? На сьогодні долар — міжнародна резервна валюта, що й робить США особливими. Розгляньмо це твердження.

Чи справді США особливі?

І так і ні. Облікові макроекономічні тотожності — на те й тотожності. Вони діють для всіх держав без винятку. Якщо країна підтримує дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, то згідно з макроекономічною тотожністю на її активи (реальні або фінансові) має бути попит. (Іноземцеві може бути потрібна або валюта держави для «прямих іноземних інвестицій», або фінансові активи, номіновані в цій валюті.) Якщо зовнішній попит на активи спадає, дефіцит поточного рахунку теж мусить упасти.

Мало хто сумнівається в тому, що активи, номіновані в доларах США, високо затребувані в усьому світі. Дещо меншою мірою це стосується фінансових активів, номінованих в англійських фунтах, японських єнах, європейських євро. Також високий попит існує на канадські та австралійські долари. Часто активи, номіновані в цих валютах, зберігаються в диверсифікованих портфелях страхових та пенсійних фондів. Тому країнам із цими валютами легше підтримувати дефіцити поточного рахунку, випускаючи зобов’язання, номіновані в національній валюті. Ці країни «особливі», принаймні до певної міри.

Багато країн, що розвиваються, не зіштовхнуться із зовнішнім попитом на зобов’язання, що номіновані в їхній національній валюті. Справді, деякі держави такі обмежені, що, аби здійснювати імпорт, їм доводиться випускати зобов’язання, номіновані в одній із популярних валют. Це може призвести до багатьох проблем та обмежень. Наприклад, щоб обслуговувати цей борг, вони змушені заробляти та позичати іноземну валюту. Такі проблеми дуже важливі, й розв’язати їх не так легко.

Якщо на внутрішні, випущені в національній валюті IOU країни, що розвивається (національну валюту чи державні облігації або приватні фінансові активи), немає іноземного попиту, її зовнішня торгівля стає чимось схожа на бартер: країна отримає стільки іноземних товарів, скільки сама продасть за кордон. Це можуть бути внутрішні реальні активи (реальний капітал чи нерухомість) або, що ймовірніше, вироблені товари та послуги (наприклад, сировинні товари). Держава може або підтримувати збалансований поточний рахунок (і в цьому випадку дохід від експорту зможе фінансувати імпорт), або дефіцит поточного рахунку вирівнюватиметься завдяки прямим іноземним інвестиціям.

В іншому випадку для фінансування дефіциту поточного рахунку держава може випускати боргові зобов’язання, номіновані в іноземній валюті. Та проблема в тому, що тоді, щоб обслуговувати борг,

потрібно нагромаджувати надходження в іноземній валюті. Це можливо, якщо поточний імпорт дозволяє країні підвищити її продуктивність такою мірою, щоб збільшити майбутній експорт й обслуговувати борг від іноземної валюти, зароблені чистим експортом. Але якщо така держава підтримує постійний дефіцит поточного рахунку, не розширюючи свою здатність експортувати, дуже ймовірно, що в неї виникнуть проблеми з обслуговуванням боргу (як варіант — можна сподіватися на «благодійність» іноземців).

Звичайно, Сполучені Штати підтримують постійний торговельний дефіцит. Це частково компенсується позитивним потоком чистих доходів і процентів (інвестиції США за кордоном дають більше, ніж іноземні інвестиції в США). Та головні причини, чому США здатні підтримувати постійний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, такі: а) по суті, весь борг, що зберігають іноземці, — у доларах США; б) зовнішній попит на активи, номіновані в доларах, залишається високим (з різних причин, які ми описували раніше).

Перше передбачає, що борг обслуговується в доларах — валюті, яку американським домашнім господарствам, фірмам та адміністраціям легше дістати. Друге — що іноземці хочуть експортувати до США, щоб отримати активи, номіновані в доларах. Тобто поки решта світу хоче мати доларові активи, торговельний дефіцит обґрунтований.

Більшість держав опиняються між двома крайнощами — тобто «особливими» країнами, що випускають резервні валюти (США, Велика Британія, Японія, Європейський валютний союз, Канада, Австралія), та групою країн, що розвиваються, коли ті потрапляють у ситуацію, коли ніхто у світі не хоче їхньої валюти. Держави «посередині» можуть випускати власну валюту, щоб купувати будь-що, що продаватиметься в їхній валюті (наприклад, товари та послуги внутрішнього виробництва), плюс товари на продаж в інших валютах, якщо обміняють свою валюту на іноземну. Це, знову ж таки, залежатиме від зовнішнього попиту на активи, номіновані в їхній валюті. Чи в них більше обмежень, ніж в «особливих» держав, які випускають резервні валюти? Так.

Однак підіть у будь-який міжнародний аеропорт світу — і побачите кіоски з котирувальними таблицями обмінних курсів безлічі валют, про які ви, можливо, раніше ніколи й не чули (навіть не потрібно йти в аеропорт: наберіть у своєму браузері http://www.xe.com/currencyconverter/ і перевірте валютний курс американського долара щодо джибутійського франка). Для всіх цих (та багатьох інших) валют існує валютний ринок. Проблема не в тому, чи можуть «неособливі» країни обмінювати свої валюти, щоб купувати імпортні товари, а в тому, за яким обмінним курсом відбудеться обмін.

А як щодо уряду, який позичає в іноземній валюті?

А яка ситуація з державами, які випускають активи, номіновані в іноземній валюті? І знову ж таки, повернімося до країни, що випускає боргові зобов'язання, номіновані в іноземній валюті: що буває, коли боржники не можуть отримати іноземної валюти, щоб обслуговувати борг?

Досі ми оминали питання про те, хто зазвичай випускає боргові зобов'язання, номіновані в іноземній валюті. Якщо це суб'єкт господарювання (корпорація, малий чи середній бізнес) або домашнє господарство, то неспроможність обслуговувати борг може призвести до дефолту чи банкрутства. Справа про банкрутство вирішується в судовому порядку (зазвичай випуск боргових зобов'язань підпадає під юрисдикцію окремих судів), і сама по собі не становить якоїсь нерозв'язної проблеми. Якщо ж борг занадто великий, то наступний крок — це банкрутство позичальника, після чого борг має бути списаний.

Щоправда, іноді уряди, щоб захистити національних корпоративних чемпіонів205, які загрузли в іноземних боргах, втручаються і беруть на себе їхні боргові зобов'язання в іноземній валюті (Ірландія після Великої фінансової кризи — показовий приклад такого втручання). Іноді держави випускають боргові зобов'язання в іноземній валюті напряму. У будь-якому разі відмова або неспроможність уряду обслуговувати борг (дефолт) в іноземній валюті — це архіскладна проблема: як через те, що банкрутство незалежної держави проблематичне з юридичного боку, так і тому, що державний дефолт завжди має політичне забарвлення.

Насправді суверенний дефолт (особливо щодо боргу в іноземній валюті) — не таке вже й рідкісне явище. Часто його обирають як менш болісну альтернативу, коли обслуговувати борг набагато неприємніше. Коли настав час для дефолту, зазвичай визначають суверенні уряди; майже в кожному із цих випадків країна могла б продовжувати обслуговувати борг ще деякий час (наприклад, вживаючи жорстких заходів щодо збільшення експорту або звертаючись до міжнародних позичальників). Очевидно, на їхню думку, складність процедури дефолту перекривається його перевагами. Однак це може призвести й до політичних наслідків. Історія знає безліч випадків дефолтів, до яких призвели борги в іноземній валюті.

Уряди деяких держав випускають боргові зобов'язання в іноземній валюті, вважаючи, що це зменшить витрати на позики, адже процентні ставки, наприклад у доларах, нижчі від ставок у національній валюті. Проте такі зобов'язання в іноземній валюті наражають країну на ризик дефолту. Не так уже й рідко уряди намагаються «грати» на різницях процентних ставок, випускаючи боргові зобов'язання в іноземній валюті за нижчою ставкою. На жаль, це може ввести в оману: ринки розпізнають вищі ризики дефолту в іноземній валюті й усувають будь-яку вигоду від різниці ставок.

Як ми вже зазначали, для суверенного уряду внутрішня процентна ставка (принаймні короткострокова процентна ставка у внутрішній грошовій одиниці обліку) — це змінна його економічної політики. Якщо уряд здійснює внутрішні витрати у своїй власній валюті, він може вирішити залишити резерви в банківській системі або оголосити про випуск облігацій. Це означає, що йому не потрібно платити високі внутрішні процентні ставки, якщо він цього не хоче; натомість він може дозволити

банкам зберігати резерви з низькою (або нульовою) процентною ставкою. Такий варіант доступний для будь-якої держави з власною валютою, доки вона здійснює свої витрати в цій валюті.

Тож державні витрати уряду будуть обмежені пропозицією того, що виставлено на продаж у національній валюті, а якщо влада країни обмежена у своїй здатності встановлювати і стягувати податки, то внутрішній попит на її валюту так само буде обмежений. Тому ми не маємо на увазі, що державні витрати суверенної країни, що випускає власну валюту, не обмежені. Вона може купити лише те, що продається в її валюті.

Але якщо національний уряд випускає власні IOU, номіновані в іноземній валюті, процентну ставку, яку він виплачує, «визначатиме ринок»: ринки приймуть базову процентну ставку в іноземній валюті й додадуть націнку, щоб контролювати ризик дефолту за зобов'язаннями боржника в іноземній валюті. Цілком імовірно, що вартість позикових коштів в іноземній валюті виявиться вищою за ту, що держава виплачувала б у разі випуску боргу у своїй валюті, щоб його купували іноземці (та резиденти).

Зазвичай це важко зрозуміти, тому що процентна ставка на державний борг у національній валюті — це змінна державної економічної політики, і її, як правило, встановлює центральний банк. Але чиновники вірять, що, коли бюджетний дефіцит зростає, слід піднімати внутрішню процентну ставку. Насправді, як ми вже говорили, якщо країна намагається прив'язати свій валютний курс, то бюджетний дефіцит може чинити тиск на валютний курс, а отже, спроби здолати бюджетний дефіцит жорсткішою монетарною політикою деякою мірою виправдані (вищі внутрішні процентні ставки вбережуть обмінний курс валюти від падіння).

Та річ у тім, що держава встановлює внутрішню процентну ставку овернайт на ринку резервних грошей, що потім повністю визначає процентну ставку за короткостроковими державними облігаціями. Тож, якщо урядові потрібні нижчі ставки на внутрішній борг у національній валюті, він завжди може використати внутрішню монетарну політику. На жаль, не всі розуміють ці деталі, і в результаті уряди випускають боргові зобов'язання, номіновані в іноземній валюті, а тоді ризикують із дефолтом, оскільки, щоб обслуговувати борг, їм потрібна іноземна валюта. Отже, випуск урядових облігацій в іноземній валюті — це майже завжди помилка.

Висновок про «винятковість» США

Так, Сполучені Штати (і деякі інші країни, але різною мірою) особливі. Але не все втрачено й не для таких «особливих» країн. У випадках, коли населення повинне платити податки та інші зобов'язання в державній валюті, держава може витрачати свою власну валюту, випускаючи її в обіг. А там, де іноземний попит на активи в національній валюті

обмежений, економічному розвитку можуть сприяти недержавні запозичення в іноземній валюті, які покликані збільшити експорт.

Можлива також міжнародна допомога в іноземній валюті. Багато країн, що розвиваються, отримують іноземну валюту через грошові перекази (громадяни, що працюють за кордоном, переказують іноземну валюту додому). І, нарешті, додаткове джерело іноземної валюти — прямі іноземні інвестиції.

Далі ми перейдемо до питання про вплив державної економічної політики на відкриту економіку, зокрема наслідки дефіцитів зовнішньої торгівлі та змін обмінного курсу валюти.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Яка позиція ММТ щодо резервної валюти?

Відповідь: Такий статус нині має американський долар. Хоча ще століття тому то був британський фунт стерлінгів. Згідно з ММТ, це національна валюта, випущена в обіг шляхом «натискання на клавіші». Емітент резервної валюти може або відпустити її у плавання (і в цьому випадку емітент не обіцяє конвертувати її за фіксованим валютним курсом), або прив’язати, зафіксувавши обмінній курс. Як я й казав, валютна прив’язка обмежує простір для внутрішньої економічної політики. Резервний статус валюти збільшує зовнішній попит на неї, бо її використовують для міжнародних розрахунків. Щоб задовольнити цей попит, емітент резервної валюти (сьогодні це США) або надає валюту через рахунок капітальних та фінансових операцій платіжного балансу (позики), або через рахунок поточних операцій (наприклад, торговельний дефіцит).

Багато хто вірить, ніби це дозволяє державі, яка випускає резервну валюту, «одержати щось із нічого» — так званий сеньйораж. Це велика помилка. Хіба американські споживачі отримували безкоштовні товари та послуги, коли економіка США підтримувала суттєві дефіцити поточного рахунку напередодні Великої фінансової кризи 2007–2008 років? Звичайно, ні. Їх покинули з купою боргів.

А уряд США «отримав щось із нічого»? Хіба що коли купував імпортні товари. Але можна сказати, що всі суверенні уряди отримують щось із нічого, тому що купують товари чи послуги «натисканням на клавіші».

Це не сеньйораж. Це наслідок того, що суверенний уряд обкладає зобов’язаннями на своє населення: податки, штрафи, збори. Так роблять не тільки США, а й, наприклад, Туреччина. Спершу суверенний уряд «вішає» на своє населення борг, а тоді «натискає на клавіші», щоб перемістити ресурси в державний сектор. Таке «натискання на клавіші» створює IOU уряду, а для платників податків — інструмент для викуповування податкового боргу. Національна валюта може циркулювати за межами країни різною мірою, та переважно тому, що громадяни суверенної держави мусять платити податки всередині країни, бо іноземці зазвичай не підлягають оподаткуванню.

По суті, емітент резервної валюти не єдиний у своєму роді, хоча зовнішній попит на резервну валюту більший. Різниця лише в ступені зовнішнього попиту. Суверенний уряд завдяки «натисканню на клавіші» завжди отримує «безкоштовний сир». Імовірно, уряд США, «сиру» отримує більше. Але правда в тому, що майже всі уряди, зокрема й американський, посадили себе на голодну дієту, адже відмовляються від безкоштовної поживи, яку їм пропонують!

4.6. Суверенна валюта і державна економічна політика у відкритій економіці

Державна економічна політика і відкрита економіка

Якщо бюджетний дефіцит підвищує сукупний внутрішній попит економіки, внаслідок чого зростає імпорт, державний дефіцит може спричинити дефіцит поточного рахунку платіжного балансу. Уряд може навіть напряму сприяти дефіциту поточного рахунку, купуючи іноземну продукцію. Дефіцит поточного рахунку означає, що решта світу накопичує вимоги до внутрішнього приватного та/або державного сектору. Це обліковується статистикою та називається «припливом капіталу».

Постійний дефіцит поточного рахунку може тиснути на обмінний курс валюти. Хоча те, що дефіцит поточного рахунку майже безпосередньо призводить до знецінення валюти — звичайне припущення, бо неспростовних доказів цього немає. Однак це звичне побоювання, тож уявімо, що тиск на валюту все-таки є.

Наслідки цього залежать від режиму обмінного курсу валюти. Відповідно до відомої трилеми, уряд може обрати лише дві можливості з трьох: 1) незалежна внутрішня економічна політика (що зазвичай описується як прив’язка процентної ставки); 2) фіксований валютний курс і 3) вільні рухи капіталу. Країна, яка відпускає свій валютний курс у плавання, може насолоджуватися незалежністю внутрішньої політики та вільними рухами капіталу. Країна, що прив’язує обмінний курс своєї валюти, повинна вибрати: або регулювати рухи капіталів, або відмовитися від незалежності у внутрішній економічній політиці. Якщо країна хоче використовувати внутрішню економічну політику для досягнення повної зайнятості (наприклад, регулюючи процентні ставки та підтримуючи бюджетний дефіцит) і це призводить до дефіциту поточного рахунку, потрібно або контролювати потоки капіталів, або відмовитися від прив’язки обмінного курсу валюти.

Таким чином, плаваючий валютний курс дає більше простору для проведення внутрішньої економічної політики. Контроль за рухом капіталу — це альтернативний метод захисту обмінного курсу національної валюти, що при цьому дає змогу бути незалежними у внутрішній економічній політиці.

Очевидно, що економічну політику потрібно залишити для політикуму країни та його політичного процесу, але чиновники повинні визнати облікові макроекономічні тотожності й трилеми. Більшість країн не зможуть одночасно підтримувати повну внутрішню зайнятість, режим фіксованого валютного курсу та вільні рухи капіталу. Виняток становлять лише країни, які тривалий час підтримують профіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу, — таких кілька в Азії. Через постійний приплив іноземної валюти вони спроможні підтримувати прив'язку обмінного курсу своєї валюти, навіть провадячи незалежну внутрішню політику і забезпечуючи (за бажанням) вільний рух капіталу.

На практиці багато держав із торговельним профіцитом не звільнили своїх ринків капіталів. Контролюючи ринок капіталів та підтримуючи торговельний профіцит, вони, щоб захистити свій фіксований обмінний курс, можуть накопичувати величезну «заничку» міжнародних резервів. Такою частково була реакція на валютну кризу, якої зазнали «азійські тигри» наприкінці 1990-х, коли іноземні валютні ринки втратили впевненість, що ці країни здатні підтримувати прив'язки своїх валют через надто малі резерви іноземної валюти. Вони засвоїли урок, що значні резерви обов'язкові, щоб відштовхувати спекулянтів.

Чи плаваючі обмінні курси усувають «дисбаланси»?

У глобальній економіці кожен профіцит поточного рахунку має бути перекритий дефіцитом поточного рахунку. Зворотний бік нагромадження резервів іноземної валюти — накопичення заборгованості в країнах із дефіцитом поточного рахунку. Це може спричинити так звані дефляційні тенденції в глобальній економіці. Країни, які хочуть підтримувати торговельний профіцит, контролюватимуть внутрішній попит, щоб не допустити зростання зарплат і цін, бо це може зробити їхні товари менш конкурентоспроможними на міжнародних ринках.

Водночас країни з торговельним дефіцитом можуть скорочувати внутрішній попит для зменшення зарплат і цін, що скоротить імпорт та збільшить експорт. Якщо імпортери та експортери одночасно намагатимуться тримати попит на низькому рівні, на глобальному рівні це спричинить недостатній попит, що не дозволить досягти повної зайнятості (робочої сили, підприємства й обладнання). Навіть гірше: такий конкурентний тиск може призвести до торговельних війн — держави стимулюватимуть власний експорт та намагатимуться витіснити імпорт. Подібні процеси шкодять міжнародній торгівлі, а те, що держави намагаються прив'язати обмінні курси своїх валют, ускладнює ситуацію.

Деякі економісти (особливо Мілтон Фрідман) у 60-х роках XX століття доводили, що плаваючий валютний курс може усунути торговельні «дисбаланси»: обмінний курс валюти кожної держави коригується до рівня, що дає змогу підтримувати баланс поточного рахунку. Коли на початку 1970-х обвалилася Бреттон-Вудська система206 фіксованих обмінних курсів валют, багато розвинених країн справді запровадили плаваючий валютний курс,

однак поточні рахунки не перейшли до балансу (справді, «дисбаланси» США та деяких їхніх торговельних партнерів, таких як Японія, навіть збільшилися).

Причина в тому, що економісти, які вважали, ніби коригування обмінних курсів валют усуває профіцити і дефіцити поточного рахунку, не враховували, що «дисбаланс» не обов'язково перебуває поза балансом. Як ми вже зазначали, країна може підтримувати дефіцит поточного рахунку, доки решта світу готова накопичувати її IOU. Профіцит рахунку капітальних та фінансових операцій країни «збалансовує» дефіцит її поточного рахунку.

Тому неправильно називати дефіцит поточного рахунку «дисбалансом»; по суті, він «збалансований» потоками на рахунку капітальних та фінансових операцій. У цьому розумінні, як завжди, «для танго потрібні двоє»: держава не може підтримувати дефіцит поточного рахунку, якщо інша країна не хоче бути власником її IOU. Дефіцит поточного рахунку країни навіть можна розглядати як результат бажання решти світу накопичувати чисті заощадження у формі фінансових вимог до цієї країни. Звичайно, у випадку американського долара це правильний підхід, що дає змогу зрозуміти дефіцити зовнішньої торгівлі США. Решта світу хоче накопичувати доларові активи, тому експортує до Сполучених Штатів. Навіть якби США намагалися скоротити економічну активність, щоб зменшити торговельний дефіцит, навряд чи це запрацювало б, адже, щоб продовжувати чистий експорт до США, інші країни здійснили б макроекономічні коригування власних економік.

Деякі критики ММТ хибно стверджували, що теорія підтримує плаваючі обмінні курси, аргументуючи це тим, ніби вони «збалансовують» поточний рахунок. Це не аргумент ММТ. Власне, ММТ підтримує режим плаваючого курсу, бо це дає змогу розширити простір внутрішньої економічної політики, а не закрити «дисбаланси». Як ми вже бачили, дефіцит поточного рахунку не буває «незбалансованим»; він збалансований профіцитом рахунку капітальних та фінансових операцій. ММТ не стверджує, що плаваючі валютні курси усувають дефіцити поточного рахунку; як і не наполягає, що усунення дефіциту поточного рахунку взагалі бажане. Немає автоматичних ринкових сил, які закривали б дефіцит поточного рахунку, адже він «збалансований» потребою в активах решти світу (що створює профіцит рахунку рухів капіталу).

Суверенна валюта vs несуверенна

Важливо розуміти різницю між повністю суверенною, неконвертованою, валютою та несуверенною, конвертованою. Уряд, що оперує несуверенною валютою, використовуючи іноземну або національну валюту, яку можна конвертувати в іноземну (або в дорогоцінний метал за фіксованим обмінним курсом), наражається на ризик неплатоспроможності. Проте уряд, що здійснює витрати у своїй плаваючій та неконвертованій валюті, не може бути доведений до дефолту. Це визнають, принаймні частково, учасники

фінансових ринків та рейтингових агентств. Ось чому така країна, як Японія, може підтримувати відношення боргу до ВВП на вдвічі вищому рівні, ніж європейські країни з високими боргами (країни PIIGS), при цьому все ще отримувати зиск від надзвичайно низьких процентних ставок за суверенним боргом.

І навпаки, американські штати осібно або такі держави, як Аргентина, що ввели валютні коридори для своїх валют (Аргентина зробила це наприкінці 1990-х), держави Єврозони (які прийняли євро — по суті, іноземну для себе валюту) зазнають зниження кредитного рейтингу та зростання процентних ставок за показникивдефіциту державного бюджету, значно нижчих за ті, що були в Японії чи США. Це все відбувається тому, що держава, яка використовує власну валюту, завжди може витрачати, поповнюючи банківські рахунки, що також передбачає і процентні витрати. Отже, ризику дефолту немає. Натомість держава, яка прив'язує свою валюту чи використовує валютний коридор, може бути змушена оголосити дефолт — так само, як уряд США скасував свої зобов'язання щодо золота в 1933 році.

Ми розглядатимемо євро докладніше в наступному розділі, але, якщо коротко, проблема Єврозони в тому, що держави відмовилися від національних валют на користь євро. Для деяких країн євро чимось подібне до іноземної валюти. Справді, на індивідуальному рівні національні уряди, коли виконують державні бюджети, досі витрачають, збільшуючи залишки на банківських рахунках продавців товарів та послуг й отримувачів бюджетних трансфертів (на балансах банків здійснюється бухгалтерська проводка з кредиту цих пасивних рахунків). Водночас ці витрати збільшують залишок резервів на рахунках банків у національному центральному банку (на балансах банків здійснюється бухгалтерська проводка з дебету цих активних рахунків). Усе так само, як і в державах, що випускають власну суверенну валюту. Проблема в тому, що, аби проводити розрахунки, національні центральні банки повинні тримати резерви в ЄЦБ. А ЄЦБ заборонено напряму купувати державні борги урядів. Національні центральні банки можуть мати стільки резервів, скільки ЄЦБ їм позичив чи створив, купивши державний борг на вторинних ринках.

Тож, хоч національні центральні банки й можуть сприяти «монетизації», щоб дозволити національним урядам витрачати, потреба в здійсненні розрахунків накладатиме на уряди обмеження. Це дещо схоже на ситуацію з окремими штатами США, які, щоб здійснювати витрати, справді змушені стягувати податки чи позичати валюту. В американських штатах (які зазвичай не працюють із власними центральними банками) механізм цього дещо інший, та наслідки схожі: європейські національні уряди й американські штати змушені позичати, тож на них поширюються ринкові процентні ставки.

І навпаки, такі суверенні держави, як США, Японія чи Велика Британія, не позичають власної валюти. Вони витрачають, збільшуючи залишки на банківських рахунках. Коли країна використовує суверенну валюту, їй не потрібно випускати облігації, щоб «фінансувати» витрати. Потрібно усвідомлювати, що випуск облігацій — добровільна операція суверенного уряду і що облігації — це просто альтернатива рахункам у тому самому центральному банку, яким керує та сама суверенна держава; платоспроможність та процентні ставки не залежать від того, чи є охочі

купити державні облігації і кому вони належать — своїм громадянам чи іноземцям.

Звичайно, як ми вже зазначали, уряд може встановлювати правила своєї поведінки: наприклад, правила, що вимагають від нього продати цінні папери та отримати депозити на свій рахунок у центральному банку до того, як він здійснить бюджетні витрати. З моменту встановлення такого правила уряд не має «жодного іншого вибору». Це дуже нагадує персонажа Джека Ніколсона з фільму «Краще не буває», який змушує себе виконати певну послідовність дій перед тим, як відчинити двері. Краще, щоб ці питання вивчали не економісти, а психологи-біхевіористи.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Що саме робить валюту країни бажаною для іноземців?

Відповідь: Зазвичай це відбувається тому, що іноземці хочуть купити продукцію, виготовлену в певній країні, подорожувати до цієї країни як туристи або купити фінансові активи, номіновані в її валюті. Так, попит на австралійський долар виник, коли глобальні пенсійні фонди та інші компанії з управління активами вирішили розмістити частину активів зі своїх інвестиційних портфелів в австралійських доларах. Звичайно, також допоміг бум на сировинні товари, яких потребували іноземці. Проте варто бути реалістами. Багато країн у світі сьогодні не виробляють товарів та послуг, що потрібні іноземцям; їхні активи кваліфікуються як надто ризиковані, навіть якщо процентні ставки утримуються високими. На жаль, у багатьох державах вважають, що для збільшення привабливості товарів та послуг слід «доларизувати» економіку (як правило, прив’язуючи обмінний курс власної валюти або ще краще — приймаючи систему валютного коридору). Та це не надто допоможе, а за найсприятливіших обставин додасть до валютного ризику ще й ризик дефолту (країна може бути не здатна виконувати обіцянку конвертувати долари, тож навіть попри прив’язку валютного курсу її активи будуть ризикованими). І це може заохотити власних заможних громадян відпочивати і ходити по магазинах саме за кордоном. Тож легкої відповіді тут немає. Існує й багато інших ризиків, які пов’язані зі зберіганням активів, номінованих у валютах країн, що розвиваються, — більшість з них, швидше, не економічні. Очевидно, що це політичні ризики, а часом і корупція. Я б запропонував такий вихід: значно краще дивитися всередину — розвивати власні виробничі потужності й випускати та водночас споживати свою продукцію.

Запитання: А може, ослаблення долара справило б позитивний вплив на економіку США? Адже це зменшило б привабливість експорту робочих місць із США та, можливо, повернуло частину з них назад. Можливо, позитивні ефекти від цього перекрили б негативні наслідки подорожчання нафти та імпорту?

Відповідь: Оцінки торговельної вигоди від знецінення долара напевне перебільшені. По-перше, багато торговельних партнерів США прив’язані до долара: знецінення не має прямого ефекту, якщо вони зберігають прив’язку. По-друге, ті, хто не прив’язує своїх валют, згодні на менші прибутки (стабільні ціни в доларах), щоб зберегти свою частку ринку в США (то була стратегія деяких експортерів). По-третє, експорт —

це витрати, імпорт — прибутки, тож намагання максимізувати торговельний надлишок — це стратегія максимізації чистих витрат (див. параграф 7.9). По-четверте, те, що робочі місця робітничих професій повернуться в США, малоймовірно. Сьогодні їх забирають працівники з низькими заробітками в країнах, що розвиваються; завтра їх переважно виконуватимуть роботи, які не заперечуватимуть проти важкої неоплачуваної праці. По-п'яте, неминучий прогрес означає, що продуктивність праці на виробництві збільшується і потрібно дедалі менше працівників. Є краща альтернатива: замість того щоб покладатися на валютне знецінення за принципом «розори сусіда», створюйте робочі місця в Сполучених Штатах (див. розділ 8 про систему гарантування робочих місць).

Запитання: Мені здається, теперішня система укладена таким чином, що нетто-експортери завжди стають переможцями у грі під назвою «міжнародна торгівля» й роблять це, висмоктуючи ліквідність із держави, куди вони експортують, пригнічуючи внутрішню економіку, оскільки власний уряд надто боїться замінити ліквідність на зобов'язання.

Відповідь: Вони «виграють» гру в бухгалтерський облік, але «програють» реальну гру. Експорт — це витрати! Справа в нерозумінні, для чого існує економіка. Та я погоджуюся — багато країн ведуть свої економіки саме так.

4.7. А як щодо країни, яка приймає іноземну валюту за грошову одиницю?

У внутрішній економічній політиці країна може використовувати іноземну валюту як офіційну одиницю обліку та розрахунків. Навіть уряд США приймав платежі в іноземних валютах аж до середини XIX століття. Серед багатьох держав поширена практика використання іноземної валюти щонайменше з такою метою. Проте тут ми поговоримо про державу, що взагалі не випускає власної валюти. І розглянемо випадок, коли держава приймає іноземну валюту, відмовляючись від своєї.

Уявімо, що уряд певної країни прийняв долар США як офіційну валюту, яку приймають у державних платіжних відділеннях (банки, казначейство тощо), і всі податки, інші обов'язкові платежі на користь держави та всі ціни в економіці номіновані в доларах США (таким прикладом може бути Еквадор207). Банки видають кредити та залучають депозити в доларах. Уряд здійснює витрати в доларах. Хоча держава не може емітувати долари США, зрозуміло, що домашні господарства, компанії та уряд можуть випускати власні IOU, номіновані в доларах. (Еквадор випускає власні долари, які перебувають в обігу в межах країни та конвертуються в долари США). Ці IOU — частина боргової піраміди країни, що примножуються за принципом фінансового важеля проти фактичних доларів США. Деякі з боргових зобов'язань (наприклад, банківські депозити) прямо конвертуються в американські долари. В обігу буде долар (банкноти та монети), але багато чи й більша частина платежів проходитиме в електронній формі. Міжбанківські розрахунки здійснюватимуться в центральному банку країни

шляхом переміщення резервів, номінованих у доларах США, між резервними рахунками банків: дебет (списання) з резервного рахунку одного банку і кредит (зарахування) резервного рахунку іншого. (Те, що ми щойно описали, — в Еквадорі, по суті, звичайна ситуація).

Однак зауважимо, що залишки з банківських депозитів вилучатимуться у фактичних доларах США, тобто в готівці. Крім того, міжнародні розрахунки теж здійснюватимуться в американських доларах (дефіцит поточного рахунку потребує трансферу доларів із країни за кордон). Як це відбувається? Національний центральний банк матиме доларовий рахунок, відкритий у Федеральній резервній системі208. Коли платіж переказують на користь іноземця, рахунок національного центрального банку країни-платника дебетується (сума платежу списується із залишку на цьому рахунку), а рахунок іншого іноземного центрального банку кредитується (сума платежу зараховується на цей рахунок).

Оскільки ця держава не створює (не емітує) доларів США, а радше користується ними, то для здійснення міжнародних платежів і внутрішніх готівкових виплат вона спершу мусить їх отримати; лише тоді доларова валюта зможе циркулювати в економіці. Ця держава отримує долари в такий самий спосіб, як і будь-яка інша країна отримує іноземну валюту, адже долар — справді іноземна валюта з огляду на можливість отримувати готівку і доларові резерви. Відповідно отримати долар можна через експорт, запозичення, продаж активів (зокрема прямі іноземні інвестиції) та через грошові перекази з-за кордону.

Очевидно, прийняття іноземної валюти еквівалентне дотриманню валютного режиму з дуже жорсткою прив’язкою обмінного курсу національної валюти, тобто валютного режиму без будь-яких маневрів, бо знецінити валюту немає можливості. Серед усіх режимів обмінного курсу валюти такий режим забезпечує уряд найменшим простором для економічної політики. Це не обов’язково свідчить, що політика фіксованого курсу погана. Проте це завжди означає, що внутрішня економічна політика держави обмежена можливістю отримувати «іноземну валюту» — долар США. Зрештою, можна покладатися на готовність США надавати зовнішню допомогу (трансфери чи позики в доларах). Або можна позичати долари в іноземних банків, які мають до них доступ. Але це вже залежатиме від «ринкового» сприйняття ризику дефолту, тобто кредитоспроможності цієї держави як позичальника.

Питання кредитоспроможності та фінансування Понці в несуверенній валюті

Є деякі міркування. Коли приватний суб’єкт економіки набирається боргів, його зобов’язання стають активом іншого суб’єкта. Один проти одного ці фінансові активи та зобов’язання балансуються в нуль, і тому не відбувається нетто-створення фінансових активів. Коли національний уряд випускає боргові зобов’язання, він створює для приватного сектору актив, не обтяжений рівним за обсягом зобов’язанням. Відповідно, державний випуск боргових зобов’язань зумовлює створення чистого фінансового активу для приватного сектору. Приватний борг — це

борг, а державний борг — фінансове багатство (актив) для приватного сектору.

Зростання приватних боргів в економіці має спричинити широке занепокоєння, адже вони можуть сягнути такого рівня, коли приватний сектор уже буде неспроможний їх обслуговувати. Та суверенний уряд як емітент із монопольним правом на випуск своєї валюти може завжди робити платежі за своїм боргом, кредитуючи банківські рахунки; тоді процентні платежі за державним боргом, та й сам державний борг, будуть, відповідно, доходами та активом для недержавного сектору. Якщо приватний боржник не може обслуговувати борг із власних доходів, він змушений ще більше залазити в борги, позичаючи кошти для виплати відсотків. Це називається фінансуванням Понці, і воно вкрай небезпечне, бо через нього сильно зростають приватні борги. (Термін «фінансування Понці», який запропонував економіст Гайман Мінськи, походить від імені Чарльза Понці, відомого шахрая, який створив фінансову піраміду, що згодом почали називати пірамідою Понці. Нещодавно фінансову піраміду створив Бернард Мейдофф. У термінології Мінськи «Понці» означає, що боржник має позичати тільки для виплати відсотків, а це призводить до подальшого зростання боргу, виплачувати який боржнику зазвичай уже не під силу). Держава із суверенною валютою не обов'язково мусить позичати, тому вона ніколи не опиниться в ситуації Понці, адже завжди зможе обслуговувати власні борги, «натискаючи на клавіші».

Суверенні уряди не стикаються з фінансовими обмеженнями у своїй же валюті (за винятком тих, які самі їх для себе встановлюють: складання бюджету, лімітування боргу, операційні процедури), оскільки мають монопольне право на її випуск. Вони здійснюють усі оплати, термін яких настав, зокрема сплачують проценти за своїм боргом і виплачують основний борг через збільшення залишків на банківських рахунках. Це означає, що операційно вони не обмежені в тому, скільки можуть витрачати. А позаяк випуск облігацій — справа добровільна, суверенний уряд також не повинен давати ринкам можливість визначати процентну ставку, яку він сплачує за своїми облігаціями. Насправді суверенні уряди не позичають власну валюту.

З другого боку, такі несуверенні уряди209, як у Греції, що відмовилися від монетарної незалежності, все-таки стикаються з фінансовими обмеженнями і, щоб фінансувати дефіцити державних бюджетів, змушені позичати кошти на ринку капіталів за ринковими ставками. Як показала грецька боргова криза, монетарні «домовленості» дають змогу ринкам та рейтинговим агентствам (або іншим країнам та міжнародним кредиторам, таким як «Трійка»210 у випадку Греції) диктувати внутрішню економічну політику політично суверенній країні. Несуверенні уряди держав можуть перейти у стан Понці; коли самими лише податковими (та іншими поточними) надходженнями стає неможливо обслуговувати наявний державний борг, для виплати відсотків їм доводиться позичати на ринку.

Зрозуміло, що така динаміка боргу створює суттєві обмеження для несуверенного уряду. Він позичає чимдалі більше, а ринок підвищує процентну ставку, щоб компенсувати ризик неплатоспроможності, що дедалі зростає. Уряд легко може потрапити в «зачаровану спіраль», коли потрібно ще більше позичати, щоб платити ще вищі відсотки. Зрештою, ринок припинить кредитувати, напевно, ще до настання справжньої ситуації Понці.

Округ Орендж штату Каліфорнія (один із найбагатших штатів США) опинився у становищі, коли фінансові ринки відмовилися надати нову позику. І поки держави Єврозони на кшталт Греції не дійшли до цього рівня, вони звернулися по інтервенції ЄЦБ (а також інших органів, що допомогли надати серію квазідержавної фінансової допомоги).

Держава, яка приймає іноземну валюту, поступається значною частиною своєї суверенної влади. У наступному розділі ми розглянемо альтернативні режими обмінного курсу та з'ясуємо ситуацію в Європі.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Допоки інші іноземні держави (не такі як Китай) зберігатимуть долари США як спосіб захисту власних валют? Якби долар раптом девальвував, чи є якась інша валюта, яку могли б використати країни, що зараз використовують американські долари для захисту своєї валюти?

Відповідь: Справді, чимало держав зберігають долари США, щоб мати змогу керувати чи прив'язувати обмінні курси своїх валют. Запаси зросли після кризи «азійських тигрів» наприкінці 90-х років XX століття, коли держави усвідомили, що їм потрібні суттєві обсяги резервів іноземної валюти для успішної прив'язки власних валют. Чи збільшило це попит на долар США? Так. Чи існує сьогодні якась альтернатива американському долару? Не зовсім. Скажімо, ви не отримаєте достатньої кількості надійних боргових зобов'язань у євро: загалом Європейський монетарний союз — (дрібний) нетто-експортер. Крім того, вам потрібні надійні цінні папери, що номіновані в євро, а фінансові ринки наразі обережні щодо більшості європейських держав, а особливо тих, які підтримують бюджетний дефіцит і дефіцит зовнішньої торгівлі (це держави, які випускають значну частину європейських боргових зобов'язань). Німеччина — це нетто-експортер і підтримує економічну модель фіскальної бездоганності (незначного профіциту державного бюджету), а тому випускає небагато державних облігацій у євро. А як щодо китайських юанів? Знову ж таки, пропозиція досить низька, бо економіка Китаю використовує модель, яку називають «кращою Німеччиною»: це великий нетто-експортер, який не випускає значної кількості державного боргу. Японська єна? Оскільки і Китай, і Японія — це експортери, вони створюють достатньо внутрішніх заощаджень, щоб вирівняти власний державний борг. Отже, на сьогодні немає альтернативи долару. Це може змінитися, але, ймовірно, не ближчим часом.

* * *

До залишків резервних грошей на резервних / кореспондентських рахунках банків у центральному банку.

177 Це також стосується коефіцієнта «грошового мультиплікатора» — співвідношення між грошовою масою та грошовою базою. В Україні, за даними НБУ, він уже давно становить 3 одиниці (тобто грошова маса втричі більша за грошову базу).

178 Тобто не під контролем центрального банку.

179 Англ. The Internal Revenue Service, або IRS.

180 Нетто-зарахування, або чисті зарахування, — це різниця між зарахуваннями на банківські рахунки, що здійснює уряд під час своїх витрат за певний період (наприклад, рік), та списаннями, що здійснюють банки з клієнтських та власних рахунків на користь уряду (податки та інші обов’язкові платежі).

181 Нетто-списування, або чисті списування, — це списання на користь уряду, які перевищують зарахування з боку уряду.

182 На балансі комерційного банку, який обслуговує клієнта — одержувача бюджетних витрат уряду, здійснюється бухгалтерська проводка з дебету резервного (кореспондентського) рахунку комерційного банку в центральному банку та кредиту поточного рахунку клієнта.

183 Український відповідник до англ. working papers. Саме такого тлумачення дотримуються в Національному банку України.

184 Баланс державного сектору, тобто різниця між надходженнями до державного бюджету та його витратами.

185 Баланс недержавного сектору економіки, що схильний заощаджувати. У разі

позитивного балансу недержавний сектор накопичує заощадження. І навпаки, у разі негативного балансу відбувається зниження (руйнація) заощаджень.

186 Згідно з макроекономічним рівнянням сума балансів державного та недержавного секторів дорівнює нулю. Тому в разі дефіциту державного сектору недержавний сектор буде накопичувати заощадження.

187 Здійснюються бухгалтерські проводки за кредитом відповідних рахунків: 1) резервних або кореспондентських рахунків комерційних банків у центральному банку, 2) поточних рахунків або депозитів до запитання отримувачів державних витрат.

188 В Україні в цьому випадку поширена практика випуску короткострокових депозитних сертифікатів. Це робиться насамперед для того, щоб не треба було випускати державні облігації. Адже перші, на відміну від других, не вважаються державним боргом і не збільшують його.

189 Чисте збільшення купівлі державних облігацій дорівнює їх новим випускам мінус погашення тих, що були випущені раніше.

190 У цьому контексті (і з урахуванням практики, притаманній Україні) можна сказати «широкий уряд» (тобто цінні папери, що випускає казначейство або міністерство фінансів та центральний банк).

191 Резервні гроші — залишки на резервних, або кореспондентських, рахунках банків у центральному банку.

192 В Україні державний сектор створює чисті заощадження для недержавного сектору в іноземній валюті через випуск єврооблігацій, облігацій внутрішньої державної позики в іноземній валюті та власних IOU кредитам від міжнародних фінансових організацій.

193 Цю функцію державного боргу в Україні переважно виконують ОВДП (облігації внутрішньої державної позики).

194 У цьому випадку отримувачі державних витрат вирішують зберігати власні заощадження як банківські депозити.

195 У цьому випадку отримувачі державних витрат вирішують зберігати власні заощадження в готівці, що зумовлює банківські операції з видачі готівки отримувачам державних витрат.

196 Мається на увазі норматив обов’язкового резервування.

197 Адже державні облігації мають вищу дохідність, ніж резерви.

198 Монетарна влада держави не визначає на власний розсуд, який обсяг резервів комерційні банки повинні мати на своїх рахунках у центральному банку.

199 Банківське кредитування суб’єктів економіки, які не є банками.

200 Монетарна влада країни як частина її «широкого» уряду визначає на власний розсуд цільовий рівень короткострокової процентної ставки.

201 Мається на увазі кредитування банками небанківських суб’єктів економіки (корпорацій, малих та середніх підприємств і домогосподарств).

202 Іншими словами, відмовитися від обслуговування боргів.

203 Ідеться про нормальний стан в економіці — коли державні облігації випускаються у суверенній валюті країни, яку держава контролює та створює. Випуск державних облігацій в іноземній валюті — це, по суті, кардинально відмінний економічний процес, що істотно обтяжує економіку.

204 Автор наводить максимально спрощену схему бухгалтерських проводок щодо обліку надходження експортної виручки в доларах США на рахунки експортера продукції в комерційному банку його країни та її подальшої конвертації в національну валюту центральним банком. У результаті валютні резерви центрального банку збільшуються.

205 Національні корпоративні чемпіони — це значущі для держави підприємства або суб'єкти господарювання, які не обов'язково перебувають у 100 %-й державній власності, але які мають системний вплив на економічне життя країни. Цей термін походить із практики підтримки національних виробників, поширеної в Європейському Союзі до Великої фінансової кризи 2008 року. Після кризи цей термін почали вживати в дещо іншому значенні не тільки в ЄС, а й у всьому світі: тоді почали виокремлювати системоутворювальні бізнес-одиниці, які, крім усього іншого, несуть із собою великі системні ризики для економіки. В Україні таким прикладом може бути «Приватбанк», що був націоналізований у грудні 2016 року.

206 Бреттон-Вудська система з управління обмінними курсами валют країн-учасниць (США, Канада, Японія, Австралія та країни Західної Європи). Діяла з 1944 до початку 1971 року.

207 Із 2009 року Зімбабве також використовує долари США як офіційну внутрішню валюту.

208 Ідеться про монетарну систему США, яка також охоплює комерційні банки зі статусом банків-членів ФРС. Цей статус означає, що банк-член має резервний рахунок в одному з федеральних резервних банків. Таким чином, центральний банк іноземної країни може мати рахунок у ФРС саме в одному з комерційних банків, який є банком-членом ФРС.

209 Тобто уряди, що відмовилися від монетарного суверенітету, хоча зберігають суверенітет політичний.

210 Європейська комісія, Європейський центральний банк та Міжнародний валютний фонд.

5. Податкова політика в суверенних державах

У попередніх розділах посібника ми аргументували, що податки керують національною валютою. Суверенному урядові податки потрібні не для того, щоб отримувати дохід, а для того, щоб створювати попит на свою власну валюту. З огляду на це, нам слід переосмислити податкову політику. Яким чином можна найкраще стимулювати попит на валюту? Які види податків найефективніші? Для чого ще можна використовувати податки, окрім як стимулювати попит на валюту? У цьому розділі ми дамо відповідь на всі ці питання.

5.1. Для чого потрібні податки? Погляд ММТ

Почнімо з дуже простого аналізу, як ММТ ставиться до податків.

Коли більшість людей уперше чують, що, відповідно до ММТ, уряди витрачають, натискаючи на кнопки клавіатури, то швидко перестрибують до висновку, що, як доводить ММТ, урядам не потрібні податки. То чому б їх просто не скасувати, якщо нікому не подобається сплачувати податки?

Що ви отримаєте, коли відмовитеся від податків? Власне, біткойни.

Як починається кожне пояснення ММТ щодо суверенної валюти держави? Податки керують грошима. Ми знову і знову наголошуємо, що без податкових зобов’язань економічний сенс використання суверенної валюти держави зійде до теорії великого дурня: я приймаю валюту, бо вважаю, що Петро та Марічка її приймуть.

Але будьте певні, податки — це не єдине зобов'язання, яке стимулює попит на валюту. Ми вже безліч разів наголошували, що глибше ви занурюватиметеся в історію, то більше переконуватиметеся, що й інші види зобов'язань стимулювали попит на валюту — десятина, данина, збори та штрафи. Історія на нашому боці, тобто на боці ММТ. Є лише декілька прикладів валют, які не мають підтримки у вигляді таких зобов'язань.

Гаразд, існують біткойни. Але чи то валюта? Про це трохи згодом.

Чому будь-хто, крім уже згаданих Петра та Марічки, прийматиме директивну валюту, якщо немає іншої причини її приймати, крім надії знайти ще більшого дурня, який її прийме?

Якось давно Воррену Мослеру спало на думку, що якби він міг стягувати податок зі своїх дітей у вигляді власних бізнес-карток, то заохотив би їх мити машину і платив би їм цими картками, які його діти використовували б як засоби платежу для виконання податкового зобов'язання. Для того, щоб діти могли заробити засоби для сплати податків, батько міг запропонувати їм помити автомобіль. Коли він платив дітям своїми бізнес-картками, вони не думали, чи зможуть знайти ще більших дурнів, які б ті картки прийняли. Але розуміли: якщо не сплатять податки батьку, на них чекатиме покарання. Звісно, не в'язниця, але, ймовірно, після вечері їм світить лише ліжко і ніякого телевізора.

Податки стимулюють попит на бізнес-картки211. І на суверенні валюти також.

Чи потрібно було Мослерові отримувати власні бізнес-картки як надходження з податків для того, щоб заплатити ними дітям за миття автомобіля? Звичайно, ні. Спершу він витрачав, а згодом отримував надходження з податків.

Що? Ви, представники ММТ, вважаєте, що урядові не потрібні надходження з податків для того, щоб витрачати? Саме так, Шерлоку. Чи це занадто амбітна й категорична заява? Для будь-кого, хто жив у США від початку створення цієї країни, це твердження має бути очевидним. За винятком семи коротких періодів наш уряд постійно більше витрачав, ніж отримував від податків.

І що б це означало? Що надходження не були потрібні для того, щоб витрачати. Тепер, коли ми встановили, що уряд може витрачати без надходжень, чим загрожують витрати, що більші за надходження?

Перше, що спадає на думку, — це потенціал для інфляції, і то коли економіка виведена поза власний потенціал212. Насправді інфляція може пришвидшитися такою мірою, що досягне рівня повної зайнятості в економіці: таке може статися, якщо витрати уряду спрямовані на розширення випуску продукції в галузях із недостатньою встановленою потужністю виробництв213. Таким чином, коли постає загроза інфляції, уряд здатен на одну з можливих відповідей — на підвищення податків. З другого боку, уряд може скоротити свої витрати. Є також інші заходи, на яких ми зараз докладно не зупинятимемося, а саме: контроль над зарплатами та цінами, нормування продажу певних товарів «в одні руки», імпортування

товарів з ажіотажним попитом, адресні витрати на продукцію тих галузей, де є надлишкова й незадіяна виробнича потужність, а також сприяння додатковому виробництву товарів. Усі ці заходи допомогли б пом'якшити інфляційні тенденції. У розділах 7 та 8 ми розглянемо конкретні пропозиції ММТ для приборкання інфляції.

Висновок: якщо уряд може витрачати без податкових надходжень, чом би йому просто не скасувати податки? Це елементарно, дорогий мій Голмсе. Податки керують валютою (тобто створюють і підтримують на неї попит). Інше пояснення — податки погашають валюту. Працює правило: всі емітенти IOU мають бути готові їх погасити214. Погашення важливе як у монетарних, так і в духовних відносинах.

Власне, це основний закон кредиту: ти мусиш забрати свої IOU, коли їх тобі надано для оплати. Банки теж це роблять. Хочете — вірте, хочете — ні, та борги перед банками за їхніми кредитами стимулюють прийняття, обіг і широке використання «банківських грошей». Це аналог податків, але в приватних монетарних стосунках різних суб'єктів економіки. Уявіть ситуацію, коли банки хочуть купувати IOU інших суб'єктів економіки (ми називаємо це «кредитами»), але водночас відмовляються приймати власні IOU (ми називаємо їх «депозитами до запитання» або «поточними рахунками»), коли боржники банків намагаються погасити свої позики. У вас і досі було б бажання приймати банківські IOU, які банки-емітенти не приймуть до оплати?

Або ближче до нашого твердження, що «податки керують грошима». А якби банки придбали ваші IOU, видавши депозити до запитання, а тоді сказали б вам: «Знаєте, а вам узагалі не потрібно повертати нам ці депозити». Іншими словами, ви могли б продати свої IOU, щоб отримати в банках депозити до запитання215, і не мусили б колись «звільняти» їх (і себе), виплачуючи кредит банкові. Скільки коштували б такі банківські депозити до запитання216? Ви чи будь-хто інший могли б регулярно приходити до банків, щоб продавати їм свій борг217, і водночас не потребували би банківських IOU, щоб сплачувати свої позики. Як довго ви б могли шити когось у дурні, змушуючи приймати банківські IOU до оплати?

Гадаю, не так уже й довго. Така сама історія з податками. Скасуйте податки в США і побачите, як довго ті, хто не потребує валюти США, щоб сплачувати податки, й далі продаватимуть товари чи послуги за валюту США. Так, це могло б тривати певний час. Якщо Фінеас Тейлор Барнум мав рацію, то щохвилини народжується дурень. Шістдесят на годину. І це про щось говорить. Згадайте про біткойни218. Далі можна не продовжувати.

Вам не потрібні біткойни, щоб робити будь-які обов'язкові платежі на користь держави219. І жоден емітент біткойнів не мусить їх приймати від тих, хто ними користується. Біткойни не погашаються. Якщо ви не вплуталися в щось протизаконне (наприклад, торгівлю наркотиками) чи не намагаєтеся приховати статки, ухиляючись від сплати податків, то приймати їх є лише одна поважна причина: ви справді вірите в «теорію ще більшого дурня». Ви збираєтеся ошукувати людей і виїжджати на біткойнах, молячись, що: а) ви не згубите свого гаманця з біткойнами; б) ваш обмінний пункт біткойнів не збанкрутує; в) ви зможете розпродати біткойни до того, як усе піде під три чорти.

Отже, ММТ стверджує, що податки та інші недобровільні зобов’язання перед державою створюють попит для валюти. Поки існує примус сплачувати податки (чи інші зобов’язання на користь уряду), національна валюта буде потрібна. Це означає, що уряд зможе купувати товари та послуги в недержавного сектору, випускаючи валюту, оскільки вона потрібна платникам податків. Інші її приймуть, і не тому, що думають, що зможуть обдурити Марічку. А тому, що довкола багато Петрів, які мусять платити податки. Чи потрібні податки, щоб «оплачувати» витрати уряду? Ні. Податки потрібні, щоб створити попит на валюту.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Ось два питання для роздумів:

1. Це працює лише для податків? Чи, можливо, й для інших обов’язкових платежів?

2. А якщо у вас особисто немає зобов’язання платити податок? Для чого б ви приймали валюту уряду?

У цьому розділі ми розглядали, чому «директивну» валюту уряду приймають інші суб’єкти економіки. Коротка відповідь — «податки керують грошима»: ви маєте податкове зобов’язання, яке необхідно погасити, повернувши власну валюту держави назад державі, тому ви і хочете її одержати. У цьому розумінні саме податкове зобов’язання стимулює бажання отримати державну валюту.

Але чи це конче мусить бути податок? Звичайно, ні. Якщо держава стягує з вас штраф у п’ять доларів, вам потрібні ці п’ять доларів саме у формі, в якій хоче отримати штраф держава, — у суверенній валюті. До XX століття податки були не такі важливі; що важило більше, то це штрафи, десятини та збори.

Далі уявімо, що держава монополізує постачання води (або, наприклад, енергоресурси, доступ до божественного порятунку тощо). Тоді вона може визначати, взамін на що саме ви маєте право одержати воду (паливо, відпущення гріхів тощо). Якщо вам скажуть придбати державні IOU, тоді, щоб не вмерти від зневоднення, вам потрібні державні IOU — суверенна валюта. У ранній Англії багато життєво необхідних дій були встановлені незаконним диктатом Корони. Якщо ви вполювали дичину, щоб нагодувати свою сім’ю, або зібрали дрова, щоб зігрітися, то мали сплатити штраф. Для цього вам була потрібна валюта Корони: відповідно, штрафи керували грошима, тобто стимулювали попит на гроші Корони. Десятини та збори теж можуть стимулювати гроші. Ось вам картина: щоб стимулювати валюту, необхідне лише примусове зобов’язання цю валюту надавати, а це може бути податок, збір, штраф чи церковна десятина. Або навіть плата за водопостачання чи одержання іншого блага цивілізації.

Звісно, недостатньо просто обкласти економічних суб’єктів податковими зобов’язаннями (десятину, збір, штраф, податок); щодо них має бути задіяний примус до сплати. Податкове зобов’язання, щодо якого ніколи не буде задіяний примус до сплати, не стимулюватиме валюту. Податок, щодо якого уряд застосовує слабкий примус до сплати, може

створювати певний попит на валюту, але податковим зобов'язанням не стане, адже багато хто буде сподіватися ухилитися від податку.

Далі можна перейти до другого питання: чому ті, хто не мають податкових зобов'язань, теж захочуть прийняти валюту?

Якщо певний сегмент суспільства повинен сплатити податок (збір або штраф), виражений у суверенній валюті, інші її прийматимуть. Зауважте, це не аргумент нескінченної регресії. Причина в податку, який підтримує та стимулює попит на валюту, але не кожен мусить цей податок сплачувати. Наприклад, директор «Майкрософт» Білл Ґейтс має сплатити податки на 1,5 трлн американських доларів. Я був би щасливий прийняти долари США, бо знаю, що Ґейтс прийме їх, коли я купуватиму програмне забезпечення «Майкрософт». І це також пояснює, чому іноземці хочуть доларів — не тому, що вони повинні сплачувати в доларах податки, а тому що їх мають такі люди, як Білл Ґейтс.

Так, ми знаємо, що коли загальне податкове зобов'язання в доларах становить, скажімо, 100 млрд, то платники податків хотітимуть запопасти мінімум 100 млрд. (На скільки більше? 120 млрд? 180 млрд? Ми не можемо сказати точно, але з'ясуємо це пізніше). Держава може витратити на економіку щонайменше цю суму, або й ще більше.

Це пояснює, чому люди хочуть валюту, але мало що каже про те, скільки вона коштує. Скільки коштуватиме долар? Власне, це залежить від того, що потрібно зробити, щоб його отримати. Згодом ми повернемося до цього питання й розглянемо його докладно. Але що, як податкове зобов'язання замале? Скажімо, загалом воно становить 100 млрд доларів США, а держава намагається витратити 1000 млрд. Це вдесятеро більше того, що потрібно платникам податків, щоб оплатити свої зобов'язання. Швидше за все, держава не зможе знайти тих, хто прийме 1000 млрд доларів, які вона хоче витратити. Вона може набити ціну, яку б вона хотіла платити (за роботу, готову продукцію чи за ресурси для виробництва), та все одно не знайде тих, хто прийматиме валюту. Унаслідок цього в економіці почнеться інфляція, однак держава не зможе витратити стільки, скільки хоче.

Найкращим рішенням, очевидно, буде підняти податкове зобов'язання до 1000 млрд доларів США замість того, щоб збільшувати ціни, за якими держава хотіла б витрачати. Ми до цього ще повернемося; це питання також проливає трохи світла на те, що саме визначає вартість валюти. Як ми розуміємо, потрібно розділяти бажання прийняти валюту й вартість валюти. Підвищення податкового зобов'язання збільшить бажання отримати валюту, однак це нічого не говорить про те, як саме зросте вартість валюти (виходячи з ціни на працю, інші ресурси чи готову продукцію).

5.2. Для чого потрібні податки: підхід ММТ

У попередньому параграфі ми доводили, що «податки керують грошима», маючи на увазі, що встановлення податку, сплачуваного в національній валюті держави, створює попит на цю валюту. Суверенній державі для того, щоб витрачати, не обов'язково потрібен дохід.

Це приголомшливо, бо ми звикли думати, що «держава оплачує витрати за рахунок податків». Однак щодо місцевих державних адміністрацій (провінцій, областей та штатів) це правда, адже вони не випускають суверенної валюти країни. І також не далеко від істини для держав, які відмовилися від власної валюти і використовують іноземну, та для держав, що прив'язують свою валюту до золота чи іноземної валюти. Коли держава здійснює прив'язку своєї валюти, їй справді потрібне золото або іноземна валюта, у яку вона обіцяє конвертувати свою валюту на вимогу. Встановлення податку потрібне для того, щоб вилучити валюту з обігу: в результаті складніше стає віддавати національну суверенну валюту назад державі з вимогою конвертувати її в золото чи іноземну валюту. Тому доречно обмежити витрати уряду до обсягу доходу від податків.

Проте, якщо йдеться про держави, що випускають власну національну, суверенну валюту, не зобов'язуючись конвертувати її за фіксованою вартістю в золото чи іноземну валюту (тобто підтримують на валютному ринку плаваючий обмінний курс для своєї валюти), роль податків потрібно тлумачити зовсім інакше. Щоб «оплачувати» державні витрати, податки не потрібні. Ба більше, логіка протилежна: держава мусить наперед витрачати валюту (або давати в борг), щоб платники податків змогли сплатити їх у суверенній валюті. Спершу витрачайте, а потім оподатковуйте — це і є логічна послідовність.

ММТ визнає, що інша причина запровадження податків — зменшення сукупного попиту в економіці. Нині витрати федерального уряду Сполучених Штатів становлять трохи більше 20 % від ВВП, а дохід від податків трохи менше — близько 17 %. Таким чином, нетто-зарахування на банківські депозити й водночас резерви, що надходять в економіку від федерального уряду США, або, іншими словами, чиста ін'єкція суверенної валюти в економіку, дорівнює приблизно 3 % від ВВП. Якщо ж скасувати податки (і якщо інші умови в економіці залишаються без змін), то чиста ін'єкція суверенної валюти становитиме 20 % від ВВП. Це означатиме величезне збільшення внутрішнього попиту, що може спричинити інфляцію. В ідеалі найкраще було б, щоб дохід від податків рухався антициклічно — збільшувався, коли економіка зростає, і зменшувався під час рецесії. Такий підхід допомагає зробити чисті ін'єкції суверенної валюти в економіку контрциклічними, що допомагає стабілізувати сукупний попит. Отже, крім «керування валютою», податки потрібні для стабілізації сукупного попиту. Це лише одна з-поміж багатьох інших функцій податків, хоч і надзвичайно важлива. Та все одно необхідно докладно зупинитися на видах податків і тому, кого потрібно ними обкладати.

У сучасній економіці більше немає жодної балансової операції, в якій держава «витрачає» свої доходи від податків. Схоже, деякі люди все ще уявляють цей процес таким чином, ніби багатії підганяють свої возики, повні монет, просто до порогу державного казначейства, де готівку перевантажують на броньовані вантажівки, які розвозять їх, щоб робити урядові платежі на користь бідних.

Усе працює не так. Сплата податків відбувається через списання з банківських рахунків платників податків. Якщо ви бували на футбольному матчі, то знаєте, що коли суддя зараховує гол на користь донецького «Шахтаря», він не забирає його в київського «Динамо». Радше, суддя покаже на центр поля, його технічний помічник натисне кнопку — й на електронному табло Олімпійського стадіону в Києві висвітиться збільшення рахунку на користь «Шахтаря». Якщо ж, переглянувши суперечливий момент на відео, арбітр визнає, що зробив помилку, то «дебетує» (зменшить) рахунок «Шахтаря». Куди подінеться скасований гол? Він просто дебетується і зникне.

Куди йдуть сплачені податки? Нікуди. Банківський рахунок дебетується. Податки не «оплачують» витрати й не можуть цього робити.

Усе це усвідомлював Бердслі Рамл — член команди Президента США Рузвельта з реалізації програми «Новий курс» та голова Федерального банку Нью-Йорка в 1940-х роках. Він також був «батьком» запровадження системи утримання податку на дохід220 і в 1946 році написав дві важливі статті про роль податків: «Податки на дохід неактуальні» [1] та «Податкова політика для процвітання» [2]. Спершу розгляньмо його переконливий аргумент, що суверенній державі не потрібні податки, щоб одержувати дохід, а тоді зупинимося на його поглядах про роль податків.

У своїй другій статті він наголошував: «Ми мусимо визнати, що завдання національної фіскальної політики — це передусім підтримання міцної валюти й дієвих фінансових інституцій; але відповідно до своєї основної мети фіскальна політика має і може робити вагомий внесок для досягнення високого рівня виробничої зайнятості та процвітання» [2: 266–267]. Цей погляд подібний до того, що пропонує ММТ: він підкреслює роль податків у регулюванні сукупного попиту та інфляції.

Рамл іде далі і стверджує, що уряд США мав змогу дотримуватися потрібного курсу після Другої світової війни завдяки двом подіям. Першою було створення «сучасного центрального банку», а другою — суверенний випуск валюти, що «не конвертується в золото або інший товар221». Завдяки цим двом умовам «виходить, що наш федеральний уряд має остаточну свободу від грошового ринку в задоволенні своїх фінансових потреб... Національні держави більше не потребують податків, щоб отримувати засоби для своїх витрат» [2: 267–268].

Чому ж тоді національному урядові потрібні податки? Рамл наводить чотири причини:

1) це інструмент фіскальної політики, який допомагає стабілізувати купівельну спроможність долара; 2) для вираження державної економічної політики в розподілі багатства й доходу, як, наприклад, у випадку з прогресивним податком на доходи та нерухомість; 3) для вираження суспільних інтересів у субсидуванні чи штрафуванні різних галузей промисловості та економічних груп; 4) щоб ізолювати й безпосередньо оцінювати вартість конкретних національних благ, таких як автомагістралі та соціальне забезпечення [2: 268].

Перша причина пов’язана з питанням інфляції, яке ми обговорювали раніше. Друга причина — використання податків задля зміни

розподілу доходу й багатства. Наприклад, система прогресивного оподаткування скоротила б дохід та багатство верхівки, встановивши мінімальний податок на бідних. Хоч здається, що це пов'язано із сучасною прогресивною вимогою підняття податків для багатих, Рамл не прив'язує це до виплат бідним.

Третьою причиною для запровадження податків є перешкоджання неналежній поведінці: забруднення повітря та води, вживання тютюну та алкоголю, купівля імпортованих товарів (ідеться про податок, який збільшує вартість імпорту і таким чином заохочує купівлю вітчизняної продукції). Вони часто називаються «податками на спокуси», і їхньою метою є підняття вартості «спокус» куріння, азартних ігор, товарів розкоші тощо.

Четверта причина — розміщення витрат конкретних державних програм за їхніми бенефіціарами. Наприклад, поширена практика встановлення податку на автомобільне паливо, тож ті, хто використовує національні автомагістралі, платитимуть за це (дорожні збори — інший спосіб зробити це). І хоч багатьом ці податки здаються засобами «заплатити» за витрати уряду, Рамл категорично заперечує цю думку в заголовку іншої своєї праці — «Податки на дохід неактуальні». Урядові не потрібні доходи від податку на паливо, щоб «заплатити» за автомагістралі. Цей податок розроблений, щоб той, хто використовуватиме автомагістралі, двічі подумав про свою участь у їх будівництві. Урядові не потрібен дохід від податку на цигарки; він радше хоче підняти їхню вартість для тих, хто не встоїть перед «спокусою» куріння.

Багато хто скаже, що справедливо, якщо курці «оплатять» витрати, які їхнє куріння покладає на суспільство (наприклад, під час госпіталізації в разі раку легенів). На думку Рамла, це недалеко від істини: є надія, що висока вартість тютюну переконає більшу кількість людей не курити, що таким чином скоротить витрати суспільства.

Однак не йдеться про генерування доходу — уряд може завжди «знайти» гроші для будівництва лікарні. Справа, швидше, в скороченні «розтрати» реальних ресурсів, що мають бути призначені для піклування про тих, хто палить. Ідеальним податком на цигарки буде той, що знищить куріння, а не той, що максимізує дохід держави. Рамл казав: «Відповідність (податку) державній меті ніколи не повинна бути затьмарена в податковій програмі під маскою "підняття доходу"» [1: 268].

Ми можемо застосовувати цей принцип громадських цілей для того, щоб визначити, який податок має сенс. Рамл використовував податок на прибуток підприємства як приклад особливо поганого податку. Він має рацію. Гайман Мінськи завжди виступав за скасування цього податку, і я не здивуюся, якщо цю ідею він запозичив у Рамла.

Та який податок, на жаль, люблять прогресисти222? Податок на прибуток підприємств. Вони хочуть його збільшувати, щоб «заплатити» за витрати й допомогти бідним. Іншими словами, вони ще більше погіршують своє становище в цьому питанні, не лише помиляючись щодо мети податків, а й приймаючи те, що Рамл уважав найгіршим! (Ми повернемося до його аргументів згодом).

У висновках до обох своїх статей Рамл доводить, що, зрозумівши, для чого потрібні податки, ми можемо переходити до забезпечення правильного рівня сукупного доходу від податків: «За нашою податковою політикою має стояти така ідея: зробити наші податки достатньо високими, щоб забезпечити стабільність валюти, але не вищими... І тепер відповідно до цього принципу виходить, що наші податкові ставки можуть і мають бути знижені до того рівня, коли федеральний бюджет буде збалансованим за умови задовільного для нас високого рівня зайнятості» [2: 269].

Цей принцип ММТ також не відкидає, але з одним лише застереженням. Рамл розглядав ситуацію, коли баланс зовнішнього сектору економіки можна було ігнорувати (що мало сенс у ранній післявоєнний період). У сучасному світі, де одні країни мають дуже високий профіцит поточного рахунку, а інші — високий дефіцит поточного рахунку, цей принцип слід модифікувати.

Ми б переформулювали його так: ставки податків мають бути встановлені на такому рівні, щоби бюджетна політика уряду (яка в результаті підтримує бюджет збалансованим — чи з дефіцитом, чи з профіцитом) забезпечувала повну зайнятість. Така країна, як США (з дефіцитом поточного рахунку при повній зайнятості), ймовірно, матиме дефіцит державного бюджету навіть за умови повної зайнятості (в розмірі дефіциту поточного рахунку і профіциту внутрішнього приватного сектору). А така країна, як Японія (з профіцитом поточного рахунку при повній зайнятості), матиме відносно менший дефіцит бюджету за умови повної зайнятості (в розмірі профіциту внутрішнього приватного сектору за мінусом профіциту поточного рахунку).

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Хто думає про сплату податків, приймаючи валюту у використання?

Відповідь: Я чув, як навіть відомий кейнсіанець казав: «Але я ніколи не думаю про податки, коли приймаю валюту. Я приймаю її, бо вважаю, що [у мене] її візьме Петро». Цей коментар було зроблено перед аудиторією стипендіатів з історії права, яка вибухнула істеричним сміхом від очевидної недалекості економістів. Тих, хто вивчає економіку та її інституції.

Я бачив вираз дикого жаху на його обличчі. Якби він сказав таке перед аудиторією економістів, то знищив би себе десятки разів — категоричне нівелювання ММТ. Але ось він перед людьми, які фактично знають історію грошей, які можуть цитувати судові прецеденти часів Римської імперії, що визначали право держави випускати суверенну валюту. І вони регочуть. Він почав шукати, де вихід.

Йому кричали: «Суть у податках!»

Мені було соромно за нього. Сорок років вивчення економіки вилетіли в трубу. І не лише економіки, а й макроекономіки. І не лише макроекономіки, а й теорії грошей. «Я приймаю долари, бо думаю, що

Петро візьме їх [у мене]». Це було все, що він міг пояснити. Виходячи, він пробурмотів: «Мабуть, слід буде подумати про це ще».

(Це історія з життя).

Цікаво, скільки біткойнів було в його гаманці. Абревіатура ПКГ, що означає «податки керують грошима», — таємниця лише для економістів. І час уже її розкрити.

5.3. Податки для перерозподілу

Багато людей, особливо прогресисти, доводять, що потрібні податки для багатих, щоб уряд міг витрачати на бідних. Це «робінгудівський» погляд на податки: встановіть податок на багатих і перекажіть прибуток від нього бідним. Насправді це дві функціонально різні дії. Уряд може витрачати, щоб допомогти бідним, не стягуючи податків з багатих чи будь-кого іншого.

Усі ми любимо Робіна Гуда. Правда, було б чудово, якби Кевін Костнер промчав на своєму вірному коні через Волл-стрит й забрав в однопроцентників223 кілька трильйонів добутого нечесним шляхом заробітку, щоб перерозподілити це багатство поміж бідних з усієї країни, які на це заслуговують?

Забирайте в багатіїв та роздавайте бідним. Ми любимо цю історію. Але вона базується на хибному розумінні, начебто щоб допомогти бідним, нам потрібні податки, що сплачують багаті. Але це допомагає об’єднати бідних людей у їхній політичній підтримці рішення про підняття податків для заможних. Це дуже складна програмна пропозиція, особливо в США.

Кожен, хто розуміє ММТ, доводить, що потрібен «попередній розподіл», а не «перерозподіл». Ідея в тому, що зменшити нерівність справді варто, і тут могли б допомогти податки на статки й доходи багатих. Але було б ефективніше зменшити нерівність у самих її витоках — скоротити високі доходи верхівки й підняти їх для низів. Річард Вольфф224 наводив такий самий аргумент. Він торкався питання нерівності задовго до того, як Тома Пікетті звернув на це загальну увагу225 (див. блок наприкінці параграфа).

Дуже важко встановлювати й стягувати податки з найбагатших однопроцентників. Як зазначають відомі репортери «Філадельфія Інкваєр» Дональд Барлетт та Джеймз Стіл, заможні люди насправді не платять податків, бо вони отримали податкові пільги від Конгресу США. (Див.: Barlett and Steele, 1988 “A rich Texas Widow Could Save $4 Million”, The Philadelphia Inquirer, p. A15). Якось багата спадкоємиця Леона Гелмслі226 дозволила собі ганебне висловлювання про те, що податки — для простих людей. На сьогодні в США багато дискутують про «переміщення в офшори» багатих осіб та корпорацій заради уникнення сплати податків.

Девід Кей Джонстон докладно розглядає таке ухиляння від податків у своїй книжці «Безкоштовний обід. Як найбагатші американці збагачуються за рахунок держави і залишають вас із рахунком» (2007).

ММТ не заперечує стягнення податків із високих прибутків і великого капіталу задля скорочення нерівності, але також уважає доцільним застосування політики «попереднього розподілу». Для тих, у кого прибуток низький, політики мають створити робочі місця й підняти зарплати. У верхівці розподілу суспільного доходу така політика має бути спрямована на згортання практик, що створюють надлишкові винагороди.

Слід обміркувати можливість скасувати казначейські цінні папери (що дають прибуток суспільному класу рантьє у вигляді процентів) і заборонити пенсійним фондам володіти акціями та товарними ф'ючерсами, що підтримує національний уряд (у США Корпорація гарантій пенсійних виплат має часткові повноваження Федеральної корпорації страхування депозитів у питанні пенсій). Також варто розглянути такий захід, як посилення регулювань для обмеження та звуження дозволених видів банківської діяльності; ці дії будуть спрямовані на більшість заможних людей і, власне, на джерело їхніх надлишкових доходів. Крім цього, ми могли б встановити додаткові обмеження на пакети виплат для менеджменту корпорацій. У 2012 році голови правлінь та генеральні директори американських корпорацій заробили в середньому 12,2 млн доларів США, що в 354 рази перевищує заробіток пересічного працівника — 34 645 доларів. Для інших розвинених та багатих країн це співвідношення становить: 36 — в Австрії, 67 — у Японії, 84 — у Великій Британії та аж 147 — у Німеччині й 206 — у Канаді. Зрозуміло, що такі показники зумовлені не ринковими цінами, а культурними та інституційними факторами (aflcio.org/Corporate-Watch/Paywatch-Archive/CEO-Pay-and-You/CEO-to-Worker-Pay-Gap-in-the-United-States/Pay-Gaps-in-the-World).

Блок: Попередній розподіл, а не перерозподіл: Річард Вольфф

Аргументація Вольффа, яку він наводив у статті «Краще за перерозподіл прибутку»227, така:

«Дискусії щодо праці Пікетті свідчать про суттєву підтримку перерозподілу. Тим часом історія показала як друзям, так і ворогам перерозподілу щонайменше три його негативні аспекти. По-перше, механізми перерозподілу рідко бувають тривалими. Усі механізми перерозподілу після їх встановлення з часом нівелюються: це стосується як прогресивної ставки податку, так і соціальних виплат, соціального захисту, мінімальної зарплати, соціально-орієнтованої держави тощо. Останні 40 років, а особливо період після глобальної кризи 2008-го, — наочне підтвердження краху перерозподілу.

По-друге, перерозподіл розділяє соціум, часто — занадто. Коли податки не лише оплачують (послуга за послугу) надані державою послуги, а й служать для перерозподілу прибутку, опозиція зазвичай росте. Деякі платники податків починають підозрювати, що платять за державні послуги більше, а отримують менше, ніж інші. Погіршення економічної ситуації, що зменшує спроможність сплачувати податки, посилює спротив. Це часто виливається в опозицію до перерозподілу прибутку як такого. Людей з

меншими прибутками вважають лінивими й залежними від соціальної допомоги. Зникає різниця між опозиціонерами-расистами та антиіммігрантами тощо. Тим часом захисники перерозподілу роблять етичні заяви і / або погрожують, що без перерозподілу поглиблена нерівність прибутків загрожує капіталізму та соціальному статус-кво.

По-третє, перерозподіл затратний. Для оподаткування, витрат й регулювання потрібна значна державна бюрократія, фінансована доходом із податків. Опозиція до податків легко поширюється на опозицію до державних інституцій на кшталт Внутрішньої податкової служби в США. Такі установи зазвичай порушують приватність і швидко стають об'єктами підкупу, хабарництва та зловживань. А викриття лише загартовує опозиціонерів перерозподілу».

Звісно, ММТ не підтримує позиції Вольффа щодо того, що «податки оплачують державні послуги», за винятком податків американських штатів або місцевих адміністрацій. Але він має рацію, що коли громадськість кваліфікує податки як оплату за надані послуги, то й сама намагається порахувати, чи її оплата «справедлива». Власне, це те, що відбувається зі штатами та фінансами місцевої влади, починаючи приблизно з 1970 року. В економічній літературі це називається «передачею повноважень» — функцій із надання більшості державних послуг від рівня федерального (центрального) уряду до рівня штату та місцевої влади. За цим іде наступний крок — примушування платити за ці послуги податками.

Передача повноважень сприяла появі «дірок від бублика», що спустошують американські міста. Це коли заможніші «білі» перебираються жити в приміські райони. Нова інфраструктура, більші прибутки й багатство та водночас відносно низькі податкові ставки в передмісті забезпечують гідне обслуговування. А покинуті міста, щоб підтримувати послуги на належному рівні, змушені піднімати податкові ставки на тлі постійного скорочення податкової бази. Така позиція «акціонера» («податки оплачують послуги, які я отримую») вже зменшила податкову спроможність штату та місцевої влади у значній частині Америки такою мірою, що там навіть не можуть забезпечити таких базових послуг, як охорона правопорядку та пристойні школи.

5.4. Податки та суспільна мета

Ми довели: податки створюють попит на «те, що потрібно, щоб оплатити податки». Це дозволяє урядові придбати ресурси, щоб досягати суспільної мети через витрачання валюти.

Воррен Мослер часто каже, що мета податку полягає у створенні безробіття. Мабуть, це звучить дещо дивно, але якщо кваліфікувати безробіття як ситуацію, коли шукачі роботи хочуть працювати за грошову зарплатню, то держава може найняти їх, пропонуючи свою валюту. Податок обмежує використання ресурсів з іншою метою, і, відповідно, держава може витрачати їх на суспільні потреби.

Якщо дуже спростити, гроші — це оригінальна одиниця вимірювання, яку створила влада, щоб оцінювати збори, штрафи та податки — тобто всі платежі, які піддані зобов'язані з часом віддати цій владі. Якщо обтяжити боргом власних підданих та громадян, реальні ресурси можна спрямувати на досягнення суспільної мети. Податки керують грошима. Отже, гроші було створено, щоб дати урядові можливість розпоряджатися суспільно створеними ресурсами. Функція податків — насамперед створювати продавців реальних товарів та послуг. Вони мають й інші подальші наслідки, один із яких — досягнення суспільної мети, яку визначає політика влади. Про це ми поговоримо трохи згодом.

Ось чому гроші пов'язані із суверенною владою — владою, що дає змогу розпоряджатися ресурсами. Ця влада рідко буває абсолютною. Вона конкурує з іншими суверенами, але часто важливіша конкуренція з внутрішніми кредиторами. Завеликий борг перед приватними кредиторами ослаблює суверенну владу та знищує владний баланс, потрібний для того, щоб керувати.

Ви можете відшкодувати свої податкові борги, надаючи в оплату IOU суверена. Загальнопоширені борги перед сувереном забезпечують загальнопоширене прийняття власних IOU суверена. Це означає, що багато людей працюватимуть на суверена або працюватимуть, щоб виготовити те, що суверен хоче придбати. Навіть той, хто не має податкових боргів, працюватиме за IOU суверена, знаючи, що вони потрібні іншим.

Сьогодні це найпоширеніший спосіб, у який суверенний уряд переміщує ресурси до державного сектору: в останні сторіччя дедалі більше стали покладатися на податки, хоча колись інші зобов'язання, такі як штрафи, збори, десятини й данина, були важливішими. Звичайно, є й інші способи переміщувати ресурси до громадського сектору. Альтернатив чимало — від військового призову та права держави примусово відчужувати приватну власність до волонтерської діяльності (у США це, наприклад, відомі організації «Корпус миру» або «Волонтери на службі Америці»228).

Проте для забезпечення безлічі суспільних потреб найефективнішою виявилася саме «монетизація», і це зумовлено багатьма причинами (що не повинні затримувати нас зараз). Монетизація відбувається у два кроки: перший — встановлення монетарного податку, а другий — встановлення монетарної ціни на ресурси, потрібні урядові.

Отже, пов'язувати політику «віддати бідним» із політикою «встановити податок для багатих» — неправильно і політично недоцільно. Мета податку — вивільнення ресурсів на забезпечення суспільних потреб, зокрема програм, спрямованих на боротьбу з бідністю. Та наша податкова система вже створює ресурси, що не використовуються. Ми можемо витрачати на бідних (й інші види державних програм) і, як наслідок, мобілізувати ці незатребувані ресурси. Не потрібно стягувати ще більше податків — принаймні зараз, — бо це спричинить ще більше безробіття.

Якби нам потрібно було збільшити витрати (не піднімаючи податків) у певний момент (мабуть, краще пізніше, ніж ніколи), ми могли б наштовхнутися на обмеження, пов'язане з наявністю ресурсів. На цьому етапі нам, можливо, потрібно буде обмежити витрати і / або підвищити

податки. Згодом ми з'ясуємо, що робити з важливою проблемою повної зайнятості, якої не було ні в США, ні в більшості інших країн світу з часів Другої світової війни, і наразі перспектива повної зайнятості доволі химерна.

Як ми вже говорили, податки також можуть служити для інших цілей. Наприклад, для усунення «спокуси». Оптимальний розмір податку зрештою знищить спокусу, і, відповідно, уряд перестане одержувати дохід від цього податку. Ми навіть можемо розглядати надмірне багатство як вид «спокуси», якої хочемо позбутися за допомогою податку. Дехто доводив, що високі ставки на високі прибутки одразу після війни таки «працювали», перешкоджаючи корпораціям виплачувати високі прибутки керівній верхівці. Саме так! Так мають працювати податки на спокусу. Мета — не підвищення доходу, а зменшення спокуси.

У широкому податку є сенс, якщо треба перемістити ресурси до державного сектору, адже, по суті, таке обтяження вдарило би по широких верствах населення і змусило б їх шукати валюту. Водночас слід розглянути питання справедливості та стимулювання.

5.5. Оподатковувати погане, а не хороше

Розпочнімо цей параграф з аналізу презентації, яку Метью Форстейтер229 зробив у 2014 році на щорічному літньому семінарі Гаймана Мінськи в Інституті Леві при Бард-коледжі. По-перше, він розглянув позицію ММТ щодо «сучасних грошей»: суверенна влада визначає грошову одиницю обліку й виражає в ній ціни, борги та номінальну вартість інших речей. У США це долар. Він виконує таку саму роль, як дюйм, фунт, метр, кілограм, акр чи гектар — інші одиниці вимірювання довжини та ваги.

Форстейтер зазначав, що в суверенної влади не можуть скінчитися «гроші» так само, як у неї не можуть скінчитися «метри», «кілометри» чи «центнери»: «У нас можуть скінчитися земельні ділянки, але в нас не можуть скінчитися кілометри. У нас можуть скінчитися дерева, але не можуть скінчитися погонні метри для вимірювання їхньої висоти. У нас не може скінчитися одиниця виміру!». Долар — це одиниця виміру, в якій ми документуємо або ведемо облік наших монетарних операцій. Він не може скінчитися. По-друге, і це ще більше стосується цього параграфа, Форстейтер наголошував, що має превалювати принцип: «Оподатковувати погане, а не хороше».

Як ми з'ясували, «податки керують грошима». А також встановили, що з погляду суверена, який створює гроші, мета монетарної системи — переміщення ресурсів у державний сектор. Зрозуміло, що ми не хочемо переміщувати всі ресурси в державний сектор — хочемо залишити трохи для «приватних потреб». Крім цього, ми хочемо, щоб цей процес був «ефективний»: переміщення ресурсів у державний сектор не повинне заважати продуктивній та корисній діяльності в приватному секторі. Було б навіть краще, якби процес оподаткування задля переміщення ресурсів в державний

сектор стимулював вигідну економічну активність, яка відповідає потребам як державного, так і приватного секторів.

Отже, нам слід подумати, який вид податку може «керувати» валютою (тобто створювати та підтримувати на неї попит), не пригнічуючи бажаної приватної ініціативи. Наприклад, що було б, якби ми оподатковували оплачувану працю ставкою 15 %, намагаючись стимулювати попит на суверенну валюту? До речі, у США є такий податок на зарплату (що називається податком FICA — відповідно до Федерального закону про оподаткування у фонд соціального страхування), який становить близько 15 % від виплаченої зарплати; половину сплачує працедавець, а половину — працівник.

Щоб відповісти на поставлене запитання, спершу розгляньмо немонетизовану економіку (скажімо, племінного або феодального суспільства), коли мета виробництва — пряме використання, а не продаж на ринках, і люди працюють не заради зарплати, а для задоволення власних споживчих потреб. Новостворена суверенна держава хоче перемістити ресурси до себе, стягуючи із зарплати податок у розмірі 15 % і витрачаючи свою валюту, виражену в доларах, щоб найняти робочу силу. На самому початку становлення нашої монетарної системи ми не могли стимулювати попит на валюту, оскільки ніхто б не працював за грошову оплату. Члени племінного або феодального суспільства вирощували б зернові чи полювали на оленя, за частку продукції, розподіленої згідно зі звичаєм.

Не потрібно було працювати заради грошової зарплати, тому люди могли відмовитися від пропозиції отримувати валюту за свою роботу. І вони уникали податків, відмовляючись від оплачуваної роботи. У цьому випадку уникання монетизації — це оптимальна стратегія. Нова держава пропонуватиме свою валюту, але не знайде тих, хто погодиться її приймати та використовувати. Їй доведеться звернутися до очевидної сили — вирядити війська, щоб отримати ресурси для державних потреб. Податок на монетарний прибуток не стимулюватиме валюту, якщо економіка ще не монетизована. Саме це і з'ясували європейські колоніальні держави, коли спробували монетизувати Африку [Wray 1998]. Потрібен обґрунтовано широкий податок, якого важко уникнути. Скажімо, податку на грошовий прибуток уникнути легко, якщо люди можуть жити без грошового прибутку.

Тому колонізатори встановлювали податок з особи чи з оселі, бо кожна людина має житло. Спочатку цей вид податку добре стимулює валюту. (Ми жодним чином не захищаємо й не виправдовуємо колонізацію Африки, будь-якого іншого континенту чи окремої країни. Це лише приклад з історії на підтвердження основної думки). Коли економіку монетизовано таким чином, що більшість її суб'єктів повинні працювати заради грошових прибутків, бо речі першої необхідності можна придбати лише за гроші, тоді можна перейти до інших видів податків. У високо монетизованих економіках доволі поширена практика встановлювати податки на зарплату, продаж, прибутки, доходи, а також на багатство. Це «працюватиме» тоді, коли економіку монетизували, однак «не працюватиме» в ще не монетизованій економіці.

Але чи це найкращий спосіб стимулювати валюту? Джордж Гільдер й Артур Лаффер, відомі економісти доби «рейганоміки»230 й представники економічної школи, що пояснює розвиток із погляду

пропозиції, мали рацію, коли доводили, що ці типи податків підважують економіку, тобто перешкоджають трудовій діяльності (або торговельній діяльності). Якщо ми оподаткуємо прибуток із зарплати ставкою 15 % (як податок на зарплату у США), тоді робота за зарплату «з маржею» винагороджуватиметься менше, ніж дозвілля. (Зауважте, що податок на зарплату особливо небезпечний, бо оподатковується лише людська праця, а рОботи залишаються «непокарані». Це сприяє використанню праці роботів замість людської праці). Прихильники економічної школи, що пояснює розвиток з погляду пропозиції, мабуть, переоцінили такий ефект, і все-таки доцільно говорити про те, що податки на зарплати зменшать «трудову діяльність». Із соціального погляду «трудова діяльність» — це не щось «погане» у звичному розумінні. Завдяки праці ми можемо реалізовувати як свої суспільні цілі, так і приватні. (Так, люди можуть і часом працюють забагато. Але це проблема, з якою можна легше впоратися іншими способами. Наприклад, вимагати від працедавців півтора- або двократної оплати за понаднормові години. Це хороший спосіб перешкодити надмірній, недобровільній, понаднормовій праці. Зменшення законного робочого дня та робочого тижня теж може скоротити надлишкові години). Оподаткування праці, тобто оподаткування «хорошого», а не «поганого», може знеохотити поведінку громадян, яка слугує суспільним і приватним інтересам.

Отже, оподатковуйте погане, а не хороше

Ми вже досить довго оподатковуємо різноманітні спокуси. Оскільки дехто плутається щодо мети податків на спокуси, слід пояснити зрозуміліше: оподаткування поганого (як-от шкідливих звичок) призначене не для «отримання доходу», а для «зменшення спокус». Ми хочемо зменшити спокусу курити, забруднювати довкілля чи здійснювати швидкісний трейдинг на фінансових ринках. Багато економістів і деякі політики лобіюють ідею запровадження податку на фінансові операції — так званого «податку Тобіна» (на фінансові трансакції). Вони розглядають його як потенційно велике джерело доходу від податків для «оплати» всіх урядових програм, які ці економісти та політики просувають та захищають. Проте, беручи до уваги всі наші аргументи, має бути очевидно, що завдання податку Тобіна — скоротити фінансові трансакції. Такий податок повністю усунув би спокусу швидкісного трейдингу на фінансових ринках, якби його запровадження взагалі не принесло доходу. Те саме стосується податку на цигарки. І податку на викиди вуглекислого газу. Зрозуміло, що дуже важко досягти ідеалу — досі є люди, які палять, і ще дуже довго ми нічого не вдіємо із викидами вуглекислого газу. І все-таки мета податку на спокусу — зменшити спокусу, а не отримати дохід.

Чи можемо ми уявити податок на погані види економічної поведінки, який би також міг «керувати» валютою?

Якби податок на цигарки був частково ефективний, він зменшив би кількість тих, хто палить, до купки справді залежних курців і, звісно, не дуже добре «стимулював би» валюту. Лише нікотинозалежним була б потрібна валюта, щоб оплатити податок. І хоча дехто з нас, некурців,

теж захотів би отримати валюту (бо тоді нікотинозалежні працювали б на нас, щоб отримати засоби для сплати податку), більшості людей вона б не була потрібна.

А як бути з податком на житло? Майже всі ми потребуємо власної оселі. Тому податок на житло має надзвичайно широку базу оподаткування. Такий податок «керував» би валютою. Але хіба житло — це спокуса, запитаєте ви? Власне, суть у впливі на довкілля: під забудову потрібна земельна ділянка, будівельні та оздобні матеріали і, найголовніше, енергія для обігрівання та охолодження будівлі. Тож саме податок на житловий простір, що вимірюється, наприклад, квадратними метрами житлового приміщення, буде податком на спокусу. І він матиме широку базу та, відповідно, стимулюватиме валюту.

Зверніть увагу, вже існують податки на нерухомість, але вони переважно залежать від її номінальній вартості. Він міг би замінити оподаткування «спокус» негативного впливу на довкілля, але не факт, що це було б хорошою заміною. Так, невеличка квартира на Мангеттені матиме більшу номінальну вартість, ніж тисяча квадратних метрів нерухомості десь у лісах Монтани. Але це не означає, що спокуса негативного впливу на довкілля від володіння невеликою квартирою на Мангеттені така ж велика, як від нерухомості в штаті Монтана. Звичайно, податок на номінальну вартість нерухомості відображає платоспроможність його платника: шкала цього податку доволі прогресивна, адже люди з вищими прибутками мають дорожчу нерухомість. Отже, податок на нерухомість також оцінює спокусу надмірного багатства.

Водночас податок на кожен квадратний метр житлової площі також оподатковуватиме спокусу одержувати великі прибутки, оскільки що заможніша людина, то більша її оселя. Тому, можливо, податок на нерухомість такий же ефективний в оподаткуванні спокуси багатства, як і податок на номінальну вартість нерухомості. Його можна зробити ще прогресивнішим, якщо оподатковувати кубічні метри житлової площі. Це також буде ефективно, адже дасть змогу оподатковувати спокусу негативного впливу на довкілля (щоб обігрівати та охолоджувати будівлі з високими стелями, енергії потрібно більше). Податок на кубічний метр житла буде високопродуктивний — у тому помешканні на тисячу квадратних метрів буде трохи більше чотирьох тисяч кубічних метрів, якщо там високі стелі. Цей податок стане потужним антистимулом проти будівництва величезних помешкань.

Можна поекспериментувати з цим податком, заохочуючи більше часу проводити на свіжому повітрі (звісно, якщо ми вважатимемо, що це слугуватиме суспільним інтересам): наприклад, звільнити від податків відкриті ґанки, устатковані кріслами-гойдалками. Або надавати податкову перерву для закритого житлового простору, що не охолоджується кондиціонером. Щоб досягти енергоефективності, потрібно регулювати встановлення джерел сонячної, вітрової та геотермальної енергії. Можливо, слід також подумати про різні ставки податку для різних регіонів країни. Якщо ми хочемо, щоб люди жили, скажімо, в Детройті, ймовірно, варто встановити там нижчу податкову ставку, ніж у Сан-Дієго чи інших місцях із помірним кліматом. Або ж можна підняти ставку, щоб стимулювати жителів Чикаго зменшити площу (й об’єм) своїх осель, які потрібно обігрівати взимку й охолоджувати влітку.

Зауважте, що такий податок на житло зменшить спокусу проживати в надмірно просторих помешканнях (на багато кубічних метрів), але раптове припинення податкових надходжень від нього, як, скажімо, від податку на цигарки чи на товарообіг, нам не загрожує. Людина не може віртуально існувати в мережі інтернет, їй потрібно десь жити — хоч би й у менших помешканнях. У такий спосіб податок на житло й «стимулюватиме» валюту. Можна не зупинятися на одному податку й оподаткувати різноманітні спокуси. Наприклад, встановити прогресивний податок на прибуток і на спадщину. А також і далі надавати податкові пільги, щоб заохотити до діяльності на користь суспільних інтересів. Коли ми зрозуміємо, для чого існують податки, можна починати думати про доцільність різних видів податків.

Отже, податок на доходи «стимулюватиме» валюту, коли економіка вже достатньо монетизована й більшість людей повинні працювати, щоб заробити грошові знаки й купити речі першої необхідності. І все тому, що утримання від здобування доходу також означає утримання від споживання. Можна розробити податок на дохід, що слугуватиме суспільній меті, зокрема боротьбі з нерівністю та стримуванню спокуси одержувати надмірний дохід і багатство. Доречним може бути прогресивний податок на дохід, який би не поширювався на малозабезпечене населення і дітей.

Як наголошував Бердслі Рамл, ми, очевидно, захочемо, щоб податки слугували додатковим суспільним цілям, таким як стабілізація вартості валюти, субсидії чи штрафи для деяких видів економічної діяльності. Прогресивний податок на дохід допомагає стабілізувати вартість валюти, оскільки податкові надходження швидко зростатимуть у разі підйому економіки (бо збільшуються доходи платників податків) і падатимуть під час рецесії. Це дає змогу впливати на загальні витрати, тому що чистий дохід стає більш контрциклічним. Відтак скорочується вплив інфляційних тенденцій у час розвитку й виснажуються дефляційні тенденції на спаді. Податкові стимули та перешкоди можуть винагороджувати та штрафувати діяльність, що слугує суспільним інтересам або йде проти них. Далі ми коротко розглянемо найгірші, на думку Рамла, податки.

5.6. Погані податки

У цьому параграфі ми розглянемо три види податків, які можуть бути небажаними з огляду на все викладене вище в цьому розділі: податок на зарплату, податок на споживання та податок на дохід корпорацій. Як ми вже говорили, податки на зарплату стимулюють більший попит на працю роботів, а не людей. Через податок на зарплату працівники отримують менше «чистих» грошей (після оподаткування), і їхні працедавці повинні платити більше, щоб їх найняти. У крайньому разі працівники можуть вибрати дозвілля, а працедавці можуть замінити їх на роботів. Крім того, податки на зарплату аж ніяк не універсальні (тобто суттєво різняться) в усьому світі, тому країни, які їх застосовують, опиняються в невигідному становищі порівняно з конкурентами — виробниками товарів та

послуг на міжнародних ринках. Там, де внутрішнє виробництво жорстко конкурує з іноземними виробниками, існує ймовірність того, що частку податку на зарплату працедавець перекладе на працівників (знизивши оплату). І все це заради того, щоб витримати конкуренцію з іноземними виробниками. Однак там, де зовнішня конкуренція невелика, частка податку на зарплату з боку працедавця (і, можливо, навіть частка податку з боку працівника) перекладається на споживачів у формі вищих цін.

На думку Рамла, податок на зарплату в США дефляційний, оскільки його завдання — забезпечити для уряду більший дохід, ніж він витрачає на соціальні виплати. Тобто уряд намагається побудувати трастовий фонд, який би в майбутньому здійснював виплати пенсіонерам. До того ж податок на зарплату спонукає громадян звертатися до інших джерел доходу, таких як прибуток від володіння активами, дохід із нерухомості, трансферти та відсотки. Податок на зарплату також стимулює перетікання зайнятості в тіньовий сектор економіки (де від податків можна ухилитися), тобто зайнятість у формальному секторі стає менш бажаною. Мабуть, нівелювання праці на користь інших видів діяльності, які приносять дохід, не відповідає інтересам суспільства. Упродовж останніх десятиліть зростання подібних джерел доходу порівняно з доходом від зарплати значно сприяло зростанню нерівності в суспільстві.

Рамл також обстоював ідею про ліквідацію податків на споживання, окрім тих, що встановлюються на небажане споживання (податки на спокуси шкідливих товарів і товарів розкоші, а також мито на імпорт). Він стверджував, що, якщо держава прагне насамперед підняти рівень життя її населення, безглуздо оподатковувати купівельну спроможність, що могла б поліпшити його матеріальний добробут. Крім цього, податки на споживання зазвичай регресивні й сильніше вражають малозабезпечених (хоча податки на товари розкоші та пільги на їжу роблять податок не таким регресивним).

Рамл доводив, що корпоративні податки також потрібно скасувати як особливо руйнівні. Корпоративні податки сплачують акціонери, працівники та споживачі. Акціонери платять частку, оскільки прибутковість їхній акцій менша за ту, що могла би бути без податку. Невідомо, яка частина від податку перекладається на власників корпорацій чи компаній. Проте зауважте, що власники корпорацій також сплачують податки на свій дохід та приріст капіталу, який перебуває в їхній власності. Виникає явище «подвійного оподаткування», і на цей фактор вказують чимало економістів. Якщо ж існує потреба оподатковувати прибуток, який нагромаджують корпорації, то найкращим рішенням буде перекласти оподаткування на власників, що отримують дохід від корпорацій як дивіденди. Оподаткування в цьому випадку здійснюватиметься через прогресивний податок на особистий дохід.

Водночас значна частина корпоративного податку повертається назад до працівників (як нижчі зарплати та інші різні виплати), а далі до споживачів — у формі вищих цін. Знову ж таки, ми не знаємо напевно, яку частину податку сплачують працівники та споживачі, та, припускаємо, що це залежить від конкурентності ринків. На ідеально конкурентному ринку всі інвестиції мають давати однаковий дохід після встановлення ставки податку на прибуток. Як каже Рамл,

керівництво компаній, яке женеться за прибутком, стежить за тим, що залишається від прибутку на їхній інвестований капітал. Корпорація повинна сплатити свої федеральні податки на прибуток до того, як з'являться будь-які чисті прибутки, тому податки, як і інші неконтрольовані витрати, вважаються збитками, що мають бути вирівняні за рахунок вищих цін чи нижчої собівартості. Оскільки всі конкуренти в тій самій галузі думають однаково, ціни та собівартість матимуть тенденцію до стабілізації на рівні, що забезпечить прибуток, якого після оподаткування буде достатньо, щоб забезпечити промисловості доступ до нового капіталу за умови його обґрунтованої вартості [1: 270].

Саме тому ми очікуватимемо, що більша частина податку перейде на працівників (через нижчі зарплати) та на споживачів (через вищі ціни).

Рамл стверджував, що корпоративні податки викривляють рішення, які ухвалює керівництво корпорацій, адже замість того, щоб вживати заходів, які мають економічний сенс, воно намагається мінімізувати податки. Нині надзвичайно поширені два види корпоративних практик — брати в борг і переносити корпоративний податок у привабливі юрисдикції, щоб скористатися їхніми низькими та конкурентними ставками корпоративного податку. Оскільки виплата відсотків за боргом не оподатковується (вони зараховуються до витрат), то корпорації радше воліють брати в борг, ніж фінансувати інвестиції з власних чистих прибутків чи шляхом випуску нових акцій. Такі дії призводять до надто ризикованого накопичення боргу на корпоративних балансах. Переміщення корпорацій231 може суперечити національним інтересам, адже робочі місця теж переміщуються232. Вищі ставки корпоративних податків заохочують міжнародне переміщення корпорацій, яке згодом стимулює конкурентну гонитву по спадній між державами, і вони скорочують внутрішні зарплати й податки, намагаючись привабити корпорації своїм «інвестиційним кліматом».

Гайман Мінськи [Minsky 1986: 340] погоджувався з Рамлом: корпоративний податок заохочує борги, а також витрати на рекламу, маркетинг і різноманітні бонуси для керівництва, якщо їх можна зарахувати до витрат (тобто виключити з оподаткування). Це викривляє ухвалення рішень та збільшує корпоративну неефективність. Проте, як і Рамл, Мінськи переймався тим, що корпорації ухиляються від податків, реєструючись у конкурентних юрисдикціях. Можливий вихід із ситуації — приписувати корпоративний прибуток власникам, а тоді оподатковувати таких осіб, стягуючи з їхнього особистого доходу прогресивну ставку податку. Це притлумить бажання ухилятися від корпоративних податків. Але, знову ж таки, річ не в тім, що урядові потрібні доходи, а, швидше, у встановленні рівного для всіх податкового тягаря.

На конференціях мене часто запитують: «Що нам робити з корпораціями, які заради уникнення податків переміщаються в офшори?». На це питання я відповідаю так: «Скасувати податок на корпоративний прибуток». Якщо натомість ставлять інше питання: «Але як тоді ми зможемо дозволити собі програми допомоги бідним?», я відповідаю, як писав казав Рамл, голова Федерального резервного банку Нью-Йорка, у статті «Податки на дохід неактуальні»:

Національним державам більше не потрібні податки для того, щоб отримувати засоби для оплати витрат. Усі податки мають соціальні та економічні наслідки, тому, формулюючи свою податкову політику, уряд повинен приділяти їм належну увагу. Усі федеральні податки мають пройти відповідну перевірку на відповідність суспільним інтересам і досягнення практичного ефекту. Не можна жертвувати суспільною метою в податковій програмі, маскуючись необхідністю отримати дохід [1: 268].

Блок: Податки, електронні гроші та біткойни

1. Засновник «PayPal» про те, що податки стимулюють гроші

Пітер Тіль, засновник «PayPal», має свою модель бізнесу. Щодо валюти він використовує принцип фінансового важеля. Його гроші «PayPal» виражені в грошах дядька Сема (а ще — у 24 інших національних валютах). Фактично попит США на гроші «PayPal» стимулюють податки дядька Сема. Він знає, що біткойн — не суперник. Біткойн не виражений у валюті США і не підтримується потребою сплачувати податки. Та це не означає, що він не має вартості. Згадайте, цибулини тюльпанів колись були дуже дорогі233!

Джон Керні в розділі «МаніБіт» видання «Волл-стрит Джорнал» пише:

У нещодавньому інтерв'ю інтернет-сайту «Вокс» пан Тіль прив'язував вартість грошей до необхідності сплачувати податок у валюті держави. «Ви не зможете сплачувати свої податки в біткойнах. Ви повинні сплатити їх у доларах. Якщо ви не сплатите їх у доларах, до вас навідаються люди зі зброєю і змусять це зробити», — каже пан Тіль. Ідея, що податки стимулюють вартість грошей (так званий чарталізм234), сягає щонайменше праці німецького економіста Ґеорґа Фрідріха Кнаппа під назвою «Державна теорія грошей» (1905)235. Прихильники порівнюють її з поглядом, що гроші набувають вартості або через зв'язок із товаром, або через прийняття їх як засобу розрахунку (http://blogs.wsj.com/moneybeat/2014/11/21/peter-thiel-explains-why-bitcoin-isnt-money/?mod=WSJBlog).

Звичайно, «PayPal» використовує не національну валюту, а електронні гроші. Повністю електронні. «PayPal» переважно працює як посередник між банками та отримувачами коштів за допомогою рахунків «PayPal», фінансованих дебетом банківських рахунків або авансованих через рахунки кредитних карток. Дядько Сем не захищає «PayPal», але стоїть за банками, що обслуговують рахунки та видають кредитні картки. А ще податки дядька Сема забезпечують попит на «те, в чому можна сплачувати податки».

2. Менеджер із грошових операцій про те, що податки стимулюють гроші, а отже, біткойни — не гроші

Прогляньте статтю Джо Шейна від 3 квітня 2014 року під назвою «Добро, яке ви робите для долара, коли сплачуєте податки» (http://www.pbs.org/newshour/making-sense/the-good-you-do-for-the-dollar-when-you-pay-your-taxes/). Ось кілька цитат:

На лицьовому боці американської банкноти, поруч із портретом кожного з президентів, видруковані слова: «Ця банкнота — законний платіжний засіб для погашення всіх боргів, державних та приватних». Кредитори повинні приймати долари в оплату того, що їм винні. Податок — це лише одне із зобов'язань, які погашає валюта, але водночас воно в певному розумінні остаточне, адже це зобов'язання перед самим собою... Щоб зрозуміти вартість долара, корисно розглянути, чим відрізняються долари від біткойнів. Нам не потрібні біткойни, щоб вийти з в'язниці, а США навряд чи колись визнають їх законним платіжним засобом. Безумовно, біткойни оригінальні й доволі симпатичні. Але існує чимало симпатичних речей. До того ж біткойн — це не єдина криптовалюта... Не знаю, чому ідея долара як квитанції про звільнення з в'язниці не така, гм, поширена. Однак сам я як менеджер з управління активами вважаю його корисним. Він допомагає мені не збожеволіти від того, що іноді, тримаючи готівку в портфелі, потрібно шукати інші інвестиції. І все-таки існує ймовірність, що уряд... надрукує забагато, і купівельна спроможність долара швидко впаде. Долари таки кращі за біткойни, бо, як вчив нас Бенджамін Франклін, податків, як і смерті, не уникнеш. Якби наш уряд був слабкий236, нам варто було би хвилюватися, але наш уряд — дуже сильний.

* * *

211 В Україні в 1990-х роках був випадок випуску місцевих грошей у місті Нетішин Хмельницької області. У народі їх називали «балачуками» — за прізвищем Петра Балачука, головного економіста Хмельницької атомної станції, розташованої в місті атомних енергетиків Нетішин. Їх у розрахунках приймали жителі міста поруч із гривнею, вони також мали обмінний курс на долар США серед так званих валютчиків.

212 Стан економіки, що характеризується таким рівнем безробіття, який падає нижче рівня повної занятості. Про рівень безробіття, який вказує на те, що економіка досягла повної зайнятості, існують різні думки. У США офіційний рівень безробіття сягнув 4,7 % на початку 2017 року, і це дало підстави деяким економістам говорити про повну зайнятість. Натомість інші стверджують, що повна зайнятість для розвинутих країн становить 2–3 %.

213 Тобто уряд хоче збільшити випуск продукції, коли наявних потужностей із випуску такої продукції недостатньо.

214 Емітент надає фінансові зобов'язання в позику іншим суб'єктам економіки, які, зі свого

боку, в певний момент повертають позику тими самими фінансовими зобов'язаннями. Отже, погашення IOU їх емітента означає, що кредит, яким користуються інші суб'єкти економіки, повертається або погашається.

215 Тобто отримати кредит у банку.

216 100 % від номіналу або менше?

217 Продати свій борг банку означає отримати від нього кредит.

218 Автор має на увазі вартість біткойна, яка на час написання цієї книжки (наприкінці 2014 року) перебувала в діапазоні 310–400 доларів США (джерело: Bloomberg, код XBT). Хоча ще в листопаді 2013-го ціна на біткойн сягнула свого першого максимуму в 1137 доларів. Тобто між листопадом 2013 та січнем 2015 років ціна впала на 84 %. Однак після обвалу ціни на початку 2015 року біткойн почав знову дорожчати; спочатку зростання було мляве, але з жовтня 2015 й до квітня 2017 року зростання становило майже 453 %. Станом на 16 серпня 2017 року ціна біткойна сягнула свого історичного максимуму — 4350 доларів США.

219 Адже казначейство не приймає їх для сплати податків.

220 Англ. income tax withholding, або pay as you go. Це система сплати податку на дохід у момент виплати цього доходу. Наприклад, роботодавець видає зарплату своїм працівникам і водночас сплачує на неї податок.

221 Це також слід трактувати як будь-яку іноземну валюту.

222 Прогресисти у США — філософи-інтелектуали початку XX століття, які сповідували ідеологію,

що пропагує суспільний прогрес з урахуванням ризику для суспільства від зростання впливу великих корпорацій та ризику корумпованості політикуму.

223 У США так називають олігархів, які мають найбільші статки.

224 Річард Вольфф — американський економіст, представник марксистської економічної школи.

225 У книжці «Капітал у XXI столітті», що побачила світ 2013 року. Її переклад українською мовою було опубліковано у 2016 році у видавництві «Наш формат». — Прим. ред.

226 Леона Гелмслі (1920–2007) — відома в 60–70-х роках XX століття бізнес-персона на ринку нерухомості Мангеттена, що свого часу вийшла заміж за мультимільйонера Гаррі Гелмслі і яку було засуджено за ухиляння від сплати податків. Їй належить відомий вислів: «Ми не платимо податків. Податки платять тільки бідні».

227 Див.: http://www.truth-out.org/opinion/item/23725-better-than-redistributing-income

228 Див.: www.peacecorps.gov та www.nationalservice.gov відповідно.

229 Меттью Форстейтер — професор економіки в Університеті Міссурі в Канзас-Сіті.

230 Доба в розвитку економіки США, що припала на часи президентства Рональда Рейгана (протягом двох термінів — із 1981 по 1989 роки).

231 Наприклад, зі Сполучених Штатів в інші країни, такі як Китай чи Мексика.

232 Це не означає, що робітники переміщуються разом із виробництвами. Швидше, навпаки, тому що робоча сила не така мобільна на міжнародному ринку, як фінансовий капітал чи товарні потоки. Тож вислів «переміщення робочих місць» у цьому контексті слід розуміти так: робітники в країні, з якої переміщується виробництво, втрачають робочі місця, натомість їх отримують робітники в країні, що приймає.

233 Автор нагадує про економічний феномен у Нідерландах у першій половині XVII століття, коли країну охопила масова «тюльпаноманія». Тоді ціни на тюльпани злетіли до захмарних висот і згодом обвалилися, спричинивши економічну кризу.

234 Теорія про гроші як суспільний інститут, який створює та підтримує держава.

235 Ґеорґ Фрідріх Кнапп (1842–1926) — німецький економіст, засновник економічної школи чарталізму. Див. http://www.efm.bris.ac.uk/het/knapp/StateTheoryMoney.pdf.

236 Мається на увазі здатність до оподаткування.

6. Сучасна теорія грошей і альтернативні режими обмінного курсу

Попередньо ми вивчили доволі загальні питання, які стосувалися всіх країн, що використовують власну національну валюту. Немає значення, чи ці валюти прив’язані до іноземної валюти, чи до дорогоцінного металу, або ж їхні обмінні курси плавають вільно — принципи ті самі. У цьому розділі ми з’ясуємо значення валютних режимів для нашого аналізу.

Спершу розгляньмо приклади держав, що не обіцяють на вимогу конвертувати свої валюти в дорогоцінні метали чи щось інше. Коли п’ятидоларову банкноту передають до Казначейства США, її можна

використати на сплату податків або обміняти на п’ять однодоларових банкнот (чи на банкноти та монети загальною вартістю 5 доларів). Проте уряд США не конвертує її в щось інше.

До того ж уряд США не обіцяє підтримувати обмінний курс американських доларів на якомусь конкретному рівні. Ми можемо кваліфікувати долар США як приклад суверенної валюти, яка не конвертується, а також сказати, що Сполучені Штати працюють із плаваючим обмінним курсом. Серед таких валют — долар США, австралійський долар, канадський долар, британський фунт, японська єна, турецька ліра, мексиканський песо, аргентинський песо тощо.

Далі ми розрізнятимемо ці суверенні валюти з плаваючим обмінним курсом, що не конвертуються в дорогоцінні метали чи інші валюти, та валюти, що конвертуються за фіксованим обмінним курсом.

6.1. Золотий стандарт та фіксовані обмінні курси

Століття тому чимало держав використовували золотий стандарт, за яким країна обіцяла не лише викуповувати свою валюту за золото, а й здійснювати цей викуп за фіксованим обмінним курсом. Прикладом фіксованого валютного курсу може бути обіцянка конвертувати 35 доларів США в 1 унцію золота. Упродовж багатьох років це справді був офіційний обмінний курс Сполучених Штатів. Інші держави теж прийняли фіксовані валютні курси, прив’язуючи вартість своєї валюти або до золота, або, після Другої світової війни, до американського долара. Наприклад, офіційний валютний курс британського фунта був 2,8 долара США. Тобто уряд Сполученого Королівства давав 2,8 долара США за кожен фунт, наданий йому для конвертації. У міжнародній узгодженій системі фіксованих обмінних курсів кожна валюта буде прив’язана у вартості стосовно всіх інших валют у системі.

Для того, щоб виконати обіцянку конвертувати свою валюту за фіксованим обмінним курсом, Великобританія повинна була тримати резерви в іноземних валютах (і / або в золоті). Якби для обміну було надано багато британських фунтів, резерви іноземної валюти Великобританії могли швидко вичерпатися. Існували певні заходи, до яких британський уряд міг удатися, щоб уникнути браку резервів іноземної валюти, та жоден із них не був надто приємним. Вибір зазвичай зводився до трьох: а) девальвувати (знецінити) фунт; б) позичити резерви іноземної валюти; в) здійснити дефляцію в економіці.

У першому випадку уряд змінює коефіцієнт конвертації, скажімо, до 1,40 долара за британський фунт. У такий спосіб він ефективно подвоює свої резерви, оскільки йому потрібно буде віддати лише половину іноземної валюти (чи золота) в обмін на фунт. На жаль, такі дії з боку уряду можуть, по суті, збільшити попит на конвертацію фунта.

У другому випадку, щоб задовольнити попит на конвертацію власної валюти в іноземну, уряд позичає резерви в іноземній валюті. Це потребує зацікавлених кредиторів і змушує Великобританію залізти в борги, за якими необхідно сплачувати відсотки. Наприклад, уряд може позичити американські долари, але тоді потрібно буде виплачувати відсотки в доларах — валюті, якої він випускати не може.

Нарешті уряд може спробувати здійснити дефляцію або сповільнити економіку. Сповільнити економіку можна за допомогою низки інструментів економічної політики. Сукупно такі інструменти називаються «заходами жорсткої економії», й ідея полягає в тому, що сповільнене економічне зростання Великобританії скоротить імпорт товарів та послуг порівняно з експортом. Це дало б змогу Сполученому Королівству підтримувати профіцит у зовнішній торгівлі237, накопичуючи резерви в іноземній валюті. Перевага таких заходів у тому, що Великобританія отримує іноземну валюту, але водночас не влазить у борги. Але є й мінус — пригнічення внутрішнього економічного зростання, що зазвичай завершується зниженням зайнятості та зростанням безробіття.

Зауважте, що дефляція економіки може працювати разом зі знеціненням валюти для створення ефекту переходу економіки у стан нетто-експорту (або, іншими словами, профіциту зовнішньої торгівлі). Це відбувається завдяки тому, що знецінення національної валюти здешевлює товари внутрішнього виробництва для іноземців (вони надають менше своєї власної валюти в обмін на фунт), тоді як товари іноземного виробництва стають дорожчими для британців (їм потрібно більше фунтів, щоб купити щось номіноване в іноземній валюті).

Отже, щоб задовольнити попит на конвертацію власної валюти і водночас збільшити свої запаси американських доларів чи інших іноземних валют, Сполучене Королівство могло б використовувати комбінацію всіх трьох інструментів економічної політики.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Як країни формують резерви іноземних валют, які вони використовують для прив’язки власних валют?

Відповідь: Переважно вони підтримують профіцити поточного рахунку платіжного балансу (продаючи товари та послуги за кордон, заробляючи так звані факторні доходи238 в іноземній валюті або отримуючи грошові перекази з-за кордону) чи позичають їх. Як ці резерви стають офіційними валютними резервами держави? Експортерам, які заробляють, скажімо, долари США, потрібно оплатити свої власні внутрішні витрати в національній валюті. Центральний банк пропонує своїм банкам послуги з обміну — створює внутрішні резерви в національній валюті, купуючи резерви в іноземній валюті. Зазвичай потім центральний банк обмінює доларові резерви, що зберігаються у Федеральній резервній системі США, на державні боргові зобов’язання Сполучених Штатів, оскільки хоче заробити більший відсотковий дохід. Ось звідки такий тісний зв’язок між дефіцитами поточного рахунку США та зовнішнім накопиченням боргових зобов’язань США.

6.2. Плаваючі обмінні курси

На початку 70-х років XX століття Сполучені Штати Америки, як і більшість розвинутих держав, перейшли до системи плаваючого валютного курсу, відповідно до якої уряд не зобов'язаний конвертувати долар. Звісно, легко конвертувати долар США у будь-яку іншу основну іноземну валюту в комерційних банках та в спеціалізованих пунктах обміну валют у міжнародних аеропортах. Такі валютні обмінні операції проводять за поточним обмінним курсом, визначеним на міжнародних фінансових ринках (за винятком комісійних витрат, що стягуються за такі трансакції). Ці обмінні курси валют змінюються щодня чи навіть щохвилини, коливаючись для задоволення попиту (від тих, хто намагається отримати долари) та залежно від пропозиції (від тих, що пропонують долари за інші валюти).

Визначення обмінних курсів у системі плаваючого обмінного курсу — надзвичайно складна справа. На міжнародну вартість американського долара можуть вплинути такі фактори, як попит на американські активи, торговельний баланс та інфляція в США, процентні ставки й зростання країни стосовно решти світу. Через велику кількість факторів жодна модель не є досконалою настільки, щоб надійно прогнозувати рухи валютних курсів239.

Але для нашого аналізу важливо ось що: з плаваючим обмінним курсом державі не слід боятися, що вона вичерпає резерви іноземної валюти (чи золота); причина дуже проста — вона не конвертує національну валюту в іноземну за фіксованим валютним курсом. Справді, державі взагалі не потрібно обіцяти здійснювати будь-які конвертації своєї валюти.

На практиці держави, в яких діє плаваючий валютний курс, для зручності своїх фінансових установ усе-таки тримають резерви іноземних валют і пропонують послуги з обміну. Проте вони не стримують валютний курс від стрибків, й обміни відбуваються за поточними ринковими валютними курсами. Однак держави можуть втручатися в роботу валютних ринків, щоб підштовхнути валютний курс у бажаному напрямку. Намагаючись вплинути на валютні курси, вони також використовуватимуть макроекономічну політику (зокрема монетарну та фіскальну політику). Іноді це працює, а іноді — ні.

Річ у тому, що при плаваючому валютному курсі спроби вплинути на валютний курс дискреційні. Натомість, якщо валютний курс фіксований, держава повинна використовувати економічну політику, щоб стримати валютний курс від небажаних рухів. Плаваючий валютний курс забезпечує державі більшу свободу в досягненні інших цілей, таких як підтримування повної зайнятості, достатнього економічного зростання та цінової стабільності.

У наступних параграфах ми продовжимо цю дискусію і спробуємо довести, що плаваюча валюта дає більше простору для економічної політики, тобто більше можливостей використовувати внутрішню фіскальну та

монетарну політику для досягнення політичних цілей. Натомість фіксований обмінний курс зменшує простір для економічної політики. Та не обов'язково, що держава з фіксованим валютним курсом не зможе проводити внутрішньої економічної політики. Усе залежить від обставин. Важливим фактором буде те, чи зможе вона накопичувати достатньо іноземної валюти (чи золота), щоб захищати свою валюту.

Далі ми трохи відхилимося від теми, щоб дослідити так звані товарні гроші. Фіксований валютний курс, який ґрунтується на золотому стандарті, був реальністю ще відносно недавно. Тривалий час, упродовж двох минулих тисячоліть, держави випускали монети з вмістом срібла та золота. Багато хто прирівнював їх до «товарних грошей» — монетарної системи, основа якої, як вважалося, — дорогоцінний метал. І справді, в цій системі вартість грошей визначали за вмістом золота чи срібла.

Однак ми зробимо несподіваний висновок. Навіть монети, зроблені зі срібла чи золота, — це насправді IOU, викарбувані на металі. Вони не можуть бути прикладами товарних грошей. Це суверенні валюти.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Плаваючі обмінні курси дають більше простору для внутрішньої економічної політики. Та хіба фіксовані обмінні курси не усувають фактор невизначеності, що має суттєве значення?

Відповідь: Існує думка, що фіксовані обмінні курси зменшують невизначеність — тобто ви знаєте, якою буде вартість долара США щодо фунта стерлінгів. Це полегшує життя бізнесменам і підприємцям під час підписання та виконання контрактів, що не застраховані від зміни обмінного курсу (так звані нехеджовані контракти). Проте непевність замінюється здатністю (та бажанням) держави підтримувати прив'язку. Це особливо проблематично в пост-бреттон-вудський період, коли країни, що прив'язуються, фактично діють самотужки.

Парадокс, але багато хто також вірить, що фіксовані валютні курси зменшують імовірність спекулятивних атак. Це суперечить фактам та здоровому глузду. Пам'ятаєте фунт? Побившись об заклад, що Велика Британія не зможе захистити прив'язку, Джордж Сорос знизив його вартість і заробив мільярд доларів за день. Яку б валюту ви понизили — прив'язану чи ту, що постійно плаває? У якому з цих двох випадків ви б могли заробити мільярд за день? У яку ціль ви радше намагалися б влучити — рухому чи ту, що не рухається?

Виходить, це правда, що щоденні коливання прив'язаних курсів можуть дуже довго дорівнювати нулю, на відміну від плаваючих курсів, які змінюються весь час. Але якщо прив'язані курси все-таки рухаються, то можуть спричинити валютну кризу, бо коли прив'язка розірветься, це буде еквівалентно дефолту. Якщо я пообіцяю вам конвертувати свої доларові боргові зобов'язання в іноземну валюту (чи золото) за фіксованим курсом, а тоді скажу, що дам вам лише половину обіцяної суми в іноземній валюті, це означатиме, що я просто оголосив дефолт. Такі дії спричиняють руйнацію на ринках.

Тому фіксовані курси можуть у деяких випадках дати більшу певність — доки від них не відмовляться. Щоб підтримувати фіксований курс, країні потрібен доступ до основних резервів іноземної валюти. Такі країни, як Китай чи Тайвань, сьогодні можуть зобов'язатись обмінювати валюту в умовах фіксованих валютних курсів (що, здається, цілком правдоподібним). Але більшість держав — ні.

6.3. Монети як товарні гроші? Металізм проти номіналізму. Від Месопотамії до Риму

Наприкінці попереднього параграфа ми стверджували, що монети ніколи не були формою товарних грошей, а радше — борговими зобов'язаннями, або IOU, емітента. Фактично золота монета — це просто IOU держави, і так сталося, що правителі держави карбували свої монети в золоті. Золота монета — лише «знак» державного боргу, його доказ. Держава повинна забрати назад свої IOU через платежі, здійснені на її користь. «Податки керують грошима»: «грошові знаки» приймають не тому, що вони містять золото, а тому що їх «підтримують» податки. Ми спробуємо спростувати думку про те, що монети були товарними грошима. А в наступному параграфі завершимо цю дискусію.

У цьому посібнику ми не мали на меті заглиблюватися в історію економіки, адже нас більше цікавить, як «працюють» гроші в сучасному світі. Проте це не означає, що історія неважлива і що ми ігноруватимемо її вплив на формування нашого погляду на сучасні гроші. Наприклад, більшість економістів упевнені, що гроші спершу функціонували в товарній формі. Наші пращури мали ринки, але покладалися на незручний бартер, доки в когось не виникла чудова ідея вибрати один товар, який виконував би роль обмінного засобу. Спершу це були гарні морські мушлі, та в процесі, так би мовити, еволюції раціональнішим варіантом товарних грошей обрали дорогоцінні метали.

Очевидно, метал мав внутрішню цінність — його хотіли використовувати і з іншою метою. Зазвичай говорять, що внутрішня вартість металу наділяє вартістю й вироблені з нього монети. Це допомогло запобігти інфляції, тобто спаду купівельної спроможності металевих монет стосовно інших товарів, адже монету завжди можна було розплавити й продати як злиток. Можна згадати безліч прикладів, як держава спричиняла інфляцію, знижуючи вартість монет (зменшуючи вміст у них дорогоцінного металу).

Згодом держава починала випускати паперові гроші (або монети з кольорового металу з дуже низькою внутрішньою вартістю), але зобов'язувалась викупити їх за дорогоцінний метал. Знову ж таки, існує дуже багато свідчень, як держава не виконувала своєї обіцянки.

Така стисла версія еволюції грошей закінчується нинішніми «директивними грошима», які не мають під собою нічого «реального». Схоже, це сучасний приклад Веймарської республіки та

Зімбабве, коли гроші нічим не забезпечені. Директивні гроші часто спричиняють гіперінфляцію, якщо держава надрукує їх забагато. Зрештою, все зводиться до скиглення «золотих жуків»240: мовляв, якби ж ми могли повернутися до «реального» грошового стандарту — до золота.

У цій дискусії ми не можемо навести докладну історичну хронологію, щоб спростувати традиційні оповіді про історію грошей. Натомість дозвольте пояснити альтернативний погляд.

Насамперед зауважимо, що гроші як одиниці обліку налічують уже багато тисяч років — щонайменше чотири тисячоліття, а може, й значно більше. (Означення «сучасний» у словосполученні «сучасна теорія грошей» сягає твердження Кейнса про те, що гроші були державними грошима «щонайменше» останні чотири тисячі років). Ми це знаємо напевне, адже вартість речей у грошовому вираженні засвідчують, наприклад, глиняні таблички з Месопотамії241, а також цінники в тій самій грошовій одиниці, яка слугувала мірою обліку.

Також відомо, що винайдення грошей тісно пов’язане з боргами та веденням обліку і що багато слів, які асоціюються з грошима та боргом, мають релігійне значення: наприклад, борг, гріх, відплата, погашення, «починати з чистого аркуша» та «ювілейний рік»242. У висловлюваннях Христа арамейською мовою на позначення «боргу» вживається те саме слово, що й для «гріха». Слова молитви до Господа «прости нам провини наші» можна було також перекласти як «борги наші», або «гріхи наші», чи, як каже Марґарет Етвуд243, «грішні борги наші»3.

Облікові записи про дебети та кредити, що використовувалися в давнину, дуже схожі на сучасні електронні облікові записи: одні були вигравіювані на глині, другі — записані на комп’ютерних дисках. Назви всіх відомих давніх грошових одиниць походили від вагових мірок основних зернових культур: скільки в еквіваленті бушелів ячменю заборгувала людина, скільки мала у власності, за скільки сплатила. Це радше відповідає погляду на гроші як на одиницю обліку, що відображає соціальну вартість чи боргове зобов’язання, а не як на товар. Як кажуть ММТійники, гроші — це «знак», як «номерок» із гардеробної в опері, за допомогою якого можна викупити своє пальто наприкінці вистави.

Справді, «залишити заставу» в ломбарді означає залишити там гарантію. Ломбарди виписують власні IOU, які потрібно «погасити», щоб повернути залишений предмет застави. Покровителем ломбардів (як і злодіїв, що закладають там крадені товари) є святий Нік. «Старого Ніка» пов’язують із дияволом, якому ми закладаємо наші душі (звідси — червоний костюм і сажа, а дієслово «to nick» англійською мовою означає «красти»). Десята заповідь Божа, що забороняє «жадати жінки ближнього свого» (а якщо розвинути думку — ані раба його, ані рабині, вола, віслюка — будь-що, що належить ближньому), спершу не була пов’язана із сексом та перелюбом, а радше з отриманням їх як застави за борг. Натомість Христос відомий як «Спаситель» — «Відкупитель гріхів», пришестя якого означає, що він «розплатиться за борги наші», яких ми не можемо «викупити». Ще давніша традиція сягала практики людського жертвоприношення, щоб відплатити богам [Atwood 2008].

Усі ми знаємо шекспірівське застереження: «Не позичай нікому і ні в кого». Релігія вважає грішними як «диявола»-кредитора, так і позичальника (дебітора), який «продає свою душу», обтяжуючи дружину та дітей борговою кабалою. Релігія ганьбить їх, якщо не однаковою мірою, то принаймні вважає їх обох заплямованими, скутими жахливою кабалою боргу. Лише «спокута» може звільнити людство від несплаченого боргу, що сягає первородного гріха Єви.

Звичайно, сьогодні для більшості людей «первородний гріх», якого неможливо уникнути, — це борг перед податковим інспектором, а не перед «старим Ніком». Першу бухгалтерську книгу вів диявол, уважно записуючи куплені душі, і лише смерть могла допомогти «розпочати все з чистого аркуша», бо «смерть сплатить усі борги». Нині в нашому житті є дві точні штуки: одна з них — податковий інспектор, друга — смерть. А колись у нас були глиняні таблички з Месопотамії, на яких записували дебети та кредити в грошовій одиниці обліку храму, а потім — у грошовій одиниці палацу; таке практикувалося перші два тисячоліття після винайдення грошей як універсального мірила наших численних та різноманітних гріхів.

Перші монети були створені тисячі років потому, у великому регіоні Давньої Греції (як нам відомо, в Лідії у VII столітті до нашої ери). І незважаючи на все, що написано про монети, вони були не більше ніж невеликою часткою «грошових знаків», необхідних для фінансових розрахунків і виплати боргів. У Європі цю функцію виконували переважно мірні рейки, комерційні векселі, а також «рахунки в барах». (Такі рахунки були накреслені крейдою на дошці за стійкою, де господиня тримала свою бухгалтерію. Ось вам і прив'язка до «починати з чистого аркуша», адже цього в пабі могли і не робити протягом року чи двох).

Донедавна більшість платежів на користь верховної влади в Англії здійснювалися мірними рейками (особистими борговими розписками короля, що мали форму надрізів на горіховому дереві). Використовувати їх припинили аж у XIX столітті, і закінчилося це катастрофічно: біснуваті збирачі податків із міністерства фінансів кидали їх у печі з таким запалом, що парламент був спалений ущент!

У більшості королівств кількість монет в обігу була така мала, що її можна було вилучати (і насправді часто вилучали) для переплавлення й перекарбовування. (Як подумати, вилучення монет і переплавлення їх на нові може здатися дуже дивною й марною справою, якщо оцінювати вартість монет за вмістом металу!).

То чим були монети і чому вони містили дорогоцінний метал? Напевне ми не знаємо. Історія грошей, як висловився Кейнс, «загублена в тумані часу, коли лід танув... коли погода була чудесною, а розум — достатньо вільним, щоб народжувати нові ідеї — на островах Гесперид, Атлантиді чи в якомусь Едемі Центральної Азії». Слід про це поміркувати.

Одне припущення про Стародавню Грецію (яку вважають матір'ю не лише демократії, а й монетної системи, що майже напевне якось пов'язано) полягає в тому, що дорогоцінний метал фактично монополізували еліти, а це було важливо, бо їхні суспільні кола були переплетені між

собою «ієрархічним обміном подарунками». Вони були вищими від агори (ринкової площі) та противниками полісів (демократичних урядів міст-держав), що розросталися. На думку фахівця з античності Леслі Курк244, поліс уперше викарбував монету для використання на агорі, щоб «продемонструвати утвердження найвищої влади держави у формуванні та регулюванні вартості в усіх сферах, де функціонували гроші загального призначення. ... Таким чином, універсальна монетна система з державним випуском, так само, як і міська агора, де вона була в обігу, символізувала об'єднання в єдиний знак або утримання багатьох форм вартості, які підкорялися найвищій владі міста»4. Використання дорогоцінних металів було свідомою зневагою до еліт, що вкладали велику формальну вартість (навіть церемоніальну значущість) у дорогоцінний метал. Карбуючи свої дорогоцінні метали для звичайнісіньких жителів і використання в публічних домах на агорі, поліс компрометував ієрархічний обмін подарунками, привласнюючи дорогоцінний метал й утверджуючи найвищу владу своєю печаткою.

Використовуючи монети для своїх платежів і наполягаючи на платежах монетами, поліс затвердив своє верховенство в роздрібній торгівлі на агорі. Водночас агора й використання там металевих грошей підірвали механізми обміну подарунками в колах еліт. Так само перехід до податків і регулярних платежів на користь влади міста (а також суворі штрафи, стягувані з чиновників, які приймали подарунки) поставив під загрозу «природний» порядок, що ґрунтувався на подарунках та послугах.

Як стверджує Курк, монети — це просто знаки міської влади, тому їх можна було б виготовити з будь-якого металу. Проте аристократи вимірювали багатство людини кількістю та якістю дорогоцінних металів, тому поліс мусив викарбовувати високоякісні монети з незмінною пробою. (Зауважте, що золото називається благородним металом, адже з часом не змінюється — як і король; монетний метал мав теж бути незмінним). Жителі поліса, за аналогією до однотипних монет високої якості (як засвідчують тогочасні пам'ятки писемності, статус громадянина визначався якістю монети, яку випускало його місто), отримали рівні статус і можливості. Завдяки монетній системі, що запровадила стандартну міру вартості, людську працю стало можливо вимірювати та зіставляти між виконавцями — і в цьому розумінні монетна система була інновацією з впровадження рівноправності.

Відтоді монети зазвичай містили дорогоцінний метал. Стародавній Рим продовжував цю традицію, і теза Курк узгоджується з твердженням св. Августина, що так само, як люди — монети Христа, давньоримські монети з дорогоцінного металу візуалізують владу імперії: неухильно виконують накази імператора — так само, як віряни виконують волю Христову. Зверніть увагу на зв'язок грошей та релігії. Він сягає давньоримських часів. Далі ми розглянемо розвиток монетної системи від Стародавнього Риму до сучасних днів.

Блок: Св. Августин. Нагірна проповідь.

Він сказав: «Чого Мене спокушаєте, лицеміри? Покажіть Мені гріш податковий». Ідеться про відбиток і напис на зображенні. Покажіть, що платите, що готуєте, що з вас вимагається. І вони «принесли Йому динарій. Він спитав їх: "Чий це образ і напис?" Відповідають Йому:

“Кесарів”». Отже, Кесар шукає своє власне відображення. Це не Кесарева воля, що те, що він наказав зробити, має бути втрачене для нього, і це, звичайно ж, не воля Господа, що те, що Він сотворив, втрачене для Нього. Кесар, брат мій, не виготовляв грошей; майстри-карбувальники зробили їх; робітники мають замовлення, він віддає свої накази своїм міністрам. Його зображення було викарбуване на грошах; на грошах було кесареве зображення. І при цьому він хоче мати те, що інші викарбували; він кладе це у свою скарбницю; він не допустить, щоб йому відмовили. Христова монета — це людина. У ній — подоба Христа, в ній — ім’я Христа, Христові дари, Христові правила боргу (цит. за: «Святий Августин про Нагірну Проповідь, гармонія проповідей та настанов до проповідей: нікейські та постнікейські отці Християнської Церкви», частина 6 (Проповідь XL); http://www.synaxis.org/cf/volume15/ECF00038.htm).

Св. Августин також зазначає, що твердження «люди — як монети», можуть іще бути рабинською алюзією: «Коли Кесар кладе свій образ на тисячу монет, вони всі стають однакові. Але коли Господь створює тисячі людей за Своєю подобою, вони всі виходять різні».

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи правда, що використання золотих монет зменшувало ризик їх фальшування?

Відповідь: Без сумніву, особливо беручи до уваги на той факт, що золото відносно важко здобути. Та незважаючи на це, були відомі випадки обрізання країв монет, переважування монет й інші процеси, які називають «законом Ґрешема». Усе це описано в наступному параграфі. Переваги від використання золота були затьмарені всіма цими проблемами. Зауважте, що влада вже давно знала про інші методи, що дозволяли обмежити фальшування. Глиняні таблички шубаті поміщалися у футляри, які повторювали основну інформацію, записану на табличках. Щоб дізнатися деталі, потрібно було зламати футляр. Це робили в день остаточного розрахунку, що запобігало виправленням табличок. Ще відоміший приклад — мірні рейки: надрізи робили поперек рейки, щоб вказати суму грошових одиниць. Далі рейку розділяли вздовж на основу та корінець. Кредитор отримував одну частину, боржник — другу. Частина кредитора циркулювала як платіжний засіб. Коли зрештою частину рейки, що спочатку була в кредитора, надавали дебіторові для «погашення», основа та корінець добре підходили одне до одного завдяки надрізам. Ми досі користуємося системою, коли цифри на «основі і корінці» квитка245 мають збігатися. Отже, існували значно ефективніші способи запобігти підробкам. Згодом, коли технології карбування монет удосконалилися, підробляти їх стало важче, і дорогоцінний метал уже став непотрібний.

6.4. Монети як товарні гроші? Металізм проти номіналізму. Період після Риму5

Згідно з ММТ, річ, що служить грошима, — це, по суті, ніщо інше, як просто «знак» або обліковий запис про борг. Якщо це так, навіщо «викарбовувати» цей запис на дорогоцінному металі? Тисячі років до та після винайдення монет борги фіксували на глині, дереві або папері. Навіщо щось змінювати? Ми говорили про те, що карбування монет у Стародавній Греції має бути поставлене в особливий історичний контекст того суспільства. Використання дорогоцінного металу було не випадкове, та водночас традиція карбувати монети не узгоджується з теорією про товарні гроші. Хоча використання дорогоцінного металу свого часу справді було важливим і, можливо, навіть життєво необхідним. Це насамперед було зумовлено соціальними причинами і пов'язане з розвитком демократичного поліса. У цьому розділі ми дослідимо карбування монет від часів Римської імперії до сучасного західного суспільства.

Римські монети теж містили дорогоцінний метал. Але римське законодавство визнавало «номіналізм» — коли номінальну вартість монети визначає влада, а не вартість дорогоцінного металу та його вміст у монеті (це називається «металізм»). Монетна система була добре регульована, і хоча вміст дорогоцінного металу змінювався щоразу, коли карбували монети, великих проблем із фальсифікацією чи інфляцією не було.

У римському законодавстві людина могла віддати на депозит мішок конкретних монет (in sacculo), а під час їх виплати вимагати повернути ті самі монети (vindication). Однак, якщо комусь заборгували певну суму грошей (а не конкретні монети), він повинен був прийняти виплату будь-якими монетами, що надані до сплати. Вони визнавалися «грошима суверена» — офіційно санкціонованими монетами, і за потреби суди забезпечували дотримання їхньої платіжної здатності (condictio).

Така практика тривала протягом раннього нового часу. Тоді людина могла зробити депозитний вклад двома шляхами: або в запечатаному мішку з монетами (і могла вимагати саме ті монети назад у незмінно запечатаному мішку), або як розмінні монети (і в цьому випадку повернути депозит можна було будь-якими законними монетами). Але все-таки превалював «номіналізм». Те, що здавалося формою «металізму», застосовувалося лише до певних монет in sacculo.

Насправді це було більше пов'язано з уявленням, що монети — це «рухоме майно», щось, у чому власник має майновий інтерес. Однак якщо розмінні монети власника змішувалися з іншими монетами, визначити конкретного власника було неможливо, адже на них не було жодної позначки. Відповідно позивач міг лише вимагати виплат законними грошима — legalis moneta Angliae; в Англії, наприклад, було визначено певну суму «стерлінгів». Стерлінгової монети не було (справді, Англія в той час не карбувала фунта — свою розрахункову грошову одиницю); борг виплачувався відповідною сумою монет, які монарх проголосив законними грошима, якими могли бути, зокрема, й іноземні монети за номінальною вартістю, яку теж прописав монарх.

Влада, що випускала монети, могла вільно змінювати вміст металу під час кожного карбування; за відмову прийняти в оплату монету монарха за вартістю, яку він встановив, карали дуже суворо (часто — на смерть). Та був історичний парадокс: коли королю платили монетами (збори,

штрафи, податки), він їх спершу зважував, а потім ухвалював рішення щодо монет із меншою вагою: або відмовлявся їх приймати, або приймав їх за нижчою вартістю. Якщо монети насправді оцінювалися номінально, навіщо було обтяжувати себе їх зважуванням? Чому емітент, король, застосовував подвійний стандарт: один — номіналістський, а другий — металістський?

У приватному обігу продавці теж віддавали перевагу «важким» монетам — тим, що важили більше або мали вищу пробу (наприклад, містили більше дорогоцінного металу). Вони, звичайно, не хотіли, щоб для платежів монархові в них залишилися тільки «легкі» монети. Спрацьовував закон Ґрешема (коли «погане» витісняє «добре» з обігу): усі хотіли платити легшими монетами, а отримувати важчі. А отже, всіх непокоїв вміст металу в монетах, і, щоб можна було самим зважувати монети, почали виготовляти й продавати точні (й доволі невеликі) терези. Це наштовхує сучасних істориків (та економістів) на думку, що «металізм» панував: вартість монет, очевидно, визначалася вмістом металу.

Але все-таки в тодішніх судових рішеннях проглядаються ознаки того, що закон схвалював номіналістську інтерпретацію: приймати повинні були будь-яку законну монету. А король засуджував на тривале ув'язнення або й смерть за відмову від монети, що вважалася законною. (Насправді вирок зазвичай виносили «на розсуд короля» (влучно сказано!). Можемо лишень уявити собі, що король вирішував робити з тими, хто відмовився від його монет). Усе це здається дуже суперечливим. То номіналізм чи металізм?

Схоже, ось останній елемент головоломки: доки не винайшли сучасних технологій карбування монет (зокрема набивання і штампування), було відносно легко «обрізати» монети — відтинати трохи металу по краю. Їх також могли шкрябати, щоб зібрати крупинки дорогоцінного металу. (Навіть звичайне зношування монет швидко зменшувало вміст металу; особливо м'якими були золоті. Тому вони і не могли бути «ефективним засобом розрахунку» — ще одна причина сумніватися в металізмі).

Ось чому король зважував монети, щоб перевірити, чи їх, бува, не обрізали. (Можете собі уявити, що покарання за це також було суворе — аж до смертного вироку, але спіймати зловмисника було складно). Якби король цього не робив, то став би жертвою закону Ґрешема. Щоразу, коли він перевипускав монети, залишалося б дедалі менше дорогоцінного металу, з яким можна було працювати. Але, оскільки він зважував монети, решта остерігалися втрапити в халепу через закон Ґрешема (або бути звинуваченими в умисній обрізці).

Отже, монети з коштовних металів були зовсім «неефективним засобом розрахунку». Вони стимулювали деструктивні процеси — обрізку, зважування й суворе покарання. Проблему нарешті вдалося розв'язати аж із переходом на паперові гроші! (Хоча вони теж не ідеальний засіб розрахунку. Можливо, деякі читачі теж мали проблеми з прийманням старих купюр — як у мене було в Італії ще до того, як там перейшли на євро. І все це — відповідно до динаміки закону Ґрешема. На щастя, вартість грошей фіксується за допомогою комп'ютерів, символів та світлодіодів і не може бути обрізана, затерта або знищена в пральній машині).

Інколи король погіршував ситуацію, відмовляючись від обіцянки приймати свої старі монетні IOU за попередньо узгодженою вартістю. Така практика називалась «збиванням ціни» монет. Донедавна на монетах не друкували їхньої номінальної вартості — вони вартували стільки, скільки вони вартували в королівських «домах оплат»246. (Погляньте на ранні монети: на них зображено міфічних героїв або короля, але жодної позначки про номінальну вартість). Щоб ефективно подвоїти податковий тягар, король міг оголосити, що всі монети в обігу коштують лише половину попередньої вартості.

Через таке виняткове право монарха власники монет не були впевнені в їхній номінальній вартості. Ще одна причина приймати лише важкі монети — хай як сильно король збивав ціну монет, мінімальна вартість залишалася на рівні вартості вмісту дорогоцінного металу. Та зазвичай монети мали в обігу вищу номінальну вартість, яку встановлював монарх і забезпечували суди під загрозою жорсткого покарання за відмову приймати монети за цією вартістю.

У цій історії є ще один аспект. Зі збільшенням кількості королівських нащадків у сучасній державі з'явилися споріднені явища меркантилізму та зовнішніх війн. У межах імперії чи держави IOU суверена — це достатні «грошові знаки»: доки суверен приймає їх в оплату, його піддані чи громадяни теж їх прийматимуть. Діятимуть будь-які грошові знаки — як металеві, так і паперові або електронні записи. Проте поза межами повноважень суверена прості знаки можуть не приймати взагалі. Міжнародна торгівля та міжнародні платежі в певному розумінні ближчі до бартеру, якщо немає якогось загальноприйнятого «знака» (як сьогодні долар США).

Скажімо так: для чого комусь у Франції суверенні IOU короля Англії — заклятого ворога Франції? За межами Англії монети англійського короля можуть циркулювати лише за вартістю вмісту в них дорогоцінного металу. Металізм як теорія добре «грає», коли йдеться про нижній рівень вартості IOU короля: в найгіршому випадку вони не впадуть в ціні значно нижче за вартість золота, які містять, адже їх можна розплавити на злитки.

А це підводить нас до політики меркантилізму, а також до підкорення Нового світу. Навіщо країні експортувати свою продукцію? Лише заради того, щоб одержати виручку золотом та сріблом й наповнити скарбницю короля? Чим зумовлена така жага Нового світу отримувати золото та срібло? Тим, що золото та срібло були потрібні, щоб вести зовнішні війни: необхідно було платити найманцям та купувати оснащення, щоб утримувати свої армії в чужих краях. (Англія не мала потужної авіації, щоб десантувати війська та спорядження на територію Франції. Натомість вони наймали піхотинців і купували спорядження в місцевих постачальників). То було зачароване коло: воювали як за допомогою, так і заради золота та срібла!

І це ставало причиною монетарного безладдя у власній країні. Монархові завжди бракувало золота та срібла, тож у нього були вагомі причини знецінювати валюту (щоб зберегти метал для забезпечення війн) і віддавати перевагу важким монетам в оплатах. Населення ж мало

стимул відмовитися від легких монет в оплатах, водночас накопичуючи важкі монети. Або продавці могли встановлювати дві ціни: нижчу — для важких монет і вищу — для легких. Та це означало гратися з вогнем.

Потроху плутанину було усунено — постала сучасна національна держава, в монетній системі чітко прийняли номіналізм й нарешті відмовилися від давньої традиції використання дорогоцінного металу в монетах. Так ми й отримали «ефективний платіжний засіб»: IOU з цілковито електронним обліком. Монети з дорогоцінних металів завжди були обліковими засобами IOU, але вони були недосконалі. І це, безумовно, збило з пантелику істориків та економістів!

Маю визнати, я ще не сформулював ґрунтовного пояснення, чому гроші повинні бути борговими зобов'язаннями, а не товаром. Потрібно трохи більше структурних елементів теорії, щоб логічно аргументувати, чому гроші не можуть бути товаром із дорогоцінного металу. Водночас ці два параграфи мають стати достатнім підґрунтям, щоб відмовитися від погляду на монетну систему з позиції «товарних грошей».

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Практика збивання вартості монет була інфляційним явищем чи, може, вона зумовлювала протилежну тенденцію — схильність до накопичення запасів дорогоцінних металів у формі монет, що спричиняло дефляцію?

Відповідь: Як ми вже казали, діє закон Ґрешема: ви накопичуєте важчі монети й під час розрахунків намагаєтеся позбутися легших. Від будь-яких монет, цінність яких можна збити різними способами, будуть позбуватися (їх не накопичуватимуть). В установах суверена зі збору платежів (де сплачували збори, штрафи й податки) була б інфляція (адже ви надавали би більшу кількість монет для оплати свого податкового боргу). Здається, що вплив на ціни на «ринках» не змінюватиметься у співвідношенні один до одного. Іншими словами, ціни не обов'язково суттєво зростуть з огляду на нижчу вартість монет у податкових установах суверена. Та ці історичні свідчення недостатньо переконливі. Усе-таки можна припустити, що монети, цінність яких збивалася різними способами, дешевшали і стосовно цих монет відбувалася певна інфляція ринкових цін. А їхня обіговість (швидкість обігу), ймовірно збільшувалася, оскільки всі намагалися їх позбутися.

У будь-якому разі неправильно приділяти забагато уваги саме монетам. Вони рідко коли були важливими. Податки переважно сплачували рейками (вартість яких не можна було збивати, бо номінальну вартість розрізали на основу та корінець), а приватні транзакції відбувалися у векселях або як облікові записи кредиту і дебету (рахунки в шинку, наприклад), і, знову ж таки, всі вони були номінальні.

Запитання: А хіба золотий стандарт не запобігає інфляції?

Відповідь: Так, але якщо ви граєте за правилами золотого стандарту, коли кількість золота обмежує випуск монет. Проте існують хитрощі, за допомогою яких можна обійти ці обмеження. Ви можете вилучити

золото з обігу (наприклад, зберігати як прикраси, фамільні цінності тощо), підняти на нього ціну, сплачену в монетному дворі, вкладати менше золота у свої монети, а також використовувати мірні рейки з горіхового дерева, рахунки в шинку чи паперові гроші, начебто забезпечені золотом. І все це було. Як стверджував ще Мілтон Фрідман, хоч золотий стандарт як спосіб уникнення інфляції приваблює в теорії, на практиці держави «махлюють». По суті, він підтримував плаваючий валютний курс, але з правилами зростання грошової маси.

Та майте на увазі, що суворий золотий стандарт працює саме через обмеження витрат держави: це називається фіскальним обмеженням. Щоб витрачати, державі потрібно добути золото. Отже, якщо не відкрито нової золотої копальні, державні витрати істотно обмежені обсягом золота, яке надходить від сплати податків. Тож це не монетарне обмеження в звичайному розумінні цього терміна: центральний банк не контролює грошової маси. По суті, золотий стандарт працює як економічна політика з підтримки збалансованого бюджету держави.

6.5. Режими обмінного курсу та суверенні дефолти

У цьому параграфі ми розглянемо три незвичні приклади: 1) країну, що прив’язує обмінний курс своєї валюти, але має великий простір для власної економічної політики; 2) країну, що «прив’язалася»247 і порушила власні зобов’язання зі сплати боргу (тобто країна допустила суверенний дефолт) та 3) країну з плаваючим обмінним курсом валюти, яка, проте, має проблеми з державним боргом.

Почнімо з Китаю, що підтримує монетарний режим із так званою послабленою прив’язкою обмінного курсу, якому дозволено рухатися в досить невеликому проміжку. Такий режим має жорстко регульовану операційну систему як самого валютообмінного міжбанківського ринку, так і механізму визначення обмінного курсу. Якщо точніше, Китай дозволив своїй валюті поступово дорожчати, але в темпі, який він сам вибирає248. Це викликало звинувачення у «валютних маніпуляціях», особливо з боку влади США. Очевидно, Вашингтон вважає, що Китай утримує надто низький валютний курс, одержуючи користь від свого експорту. Це звинувачення невиправдане з двох причин. По-перше, малоймовірно, що навіть суттєве подорожчання юаня (або RMB — валюти Китаю) сильно вплине на ситуацію, враховуючи дефіцит поточного рахунку США з Китаєм. Зарплати в Китаї наразі дуже низькі порівняно з американськими, а експортує він переважно продукти низької доданої вартості. До того ж зазвичай Китай виконує трудомісткі процеси проміжного збирання. Якби юань справді істотно подорожчав, аж до втрат робочих місць у Китаї, вони б, мабуть, перейшли в якісь інші країни Азії, але не в США.

Здається слабким і аргумент, ніби валютні курси мають бути плаваючими. Згадайте, що до початку 70-х років XX століття Сполучені Штати та інші розвинуті країни прийняли фіксовані валютні курси. Відтоді вони вже визнали, що така політика не в їхніх інтересах. Але це не дає їм

права вимагати відпустити валютні курси від країн, що розвиваються. Політика обмінного курсу, як і процентна та фіскальна політика, повинна бути внутрішньою справою осіб, які відповідальні за економіку в державі. З аргументів, наведених у цьому посібнику, має бути зрозуміло, що плаваючі валютні курси зазвичай в національних інтересах, адже вони вивільняють простір для внутрішньої економічної політики. Та багато країн по всьому світу, особливо ті, що розвиваються, підтримують прив'язку обмінного курсу своєї валюти і думають, що така практика відповідає їхнім інтересам. На цьому етапі свого розвитку Китай вважає за доцільне ретельно регулювати обмінний курс власної валюти.

Водночас, якщо взяти до уваги, що прив'язки обмінних курсів зменшують простір економічної політики і, по суті, є ризикованими, бо заохочують валютні спекуляції, постає питання, чому економіка Китаю добре функціонує навіть із прив'язаним (але періодично коригованим) режимом обмінного курсу. Відповідь проста: трильйони доларів іноземних валютних резервів249! За таких обставин ніхто навіть і не думає спекулювати проти національної валюти юаня, тобто не ставить під сумнів здатність влади Китаю підтримувати прив'язку обмінного курсу своєї валюти. Отже, винятки з правила, що прив'язки обмінних курсів зменшують простір політики, все-таки бувають250. Величезні резерви іноземної валюти в Китаї відкривають його урядові величезний простір для провадження внутрішньої економічної політики, навіть незважаючи на те, що китайська валюта має прив'язку. Так триватиме і далі в найближчому майбутньому, бо Китай досі спроможний підтримувати профіцит поточного рахунку платіжного балансу (хоча, можливо, це колись і зміниться).

Зростання і трансформація Китаю справді безпрецедентні. Незабаром його економіка стане найбільшою у світі251, а його ВВП на душу населення, ймовірно, зросте настільки, що він приєднається до когорти найзаможніших світових держав. Зі зростанням виробничих потужностей та зарплат Китай чимдалі менше покладатиметься на експорт. Урешті він, можливо, досягне дефіциту поточного рахунку, який вимиватиме резерви іноземної валюти. І на тому етапі влада зможе перейти на режим плаваючого обмінного курсу своєї валюти і зберегти простір для проведення внутрішньої економічної політики. Можливо також і те, що китайський юань замінить долар як міжнародну резервну валюту. Але це буде не раніше ніж через кілька десятиліть.

Розгляньмо наступний приклад — Росію. Звичайно, Росія як частина Радянського Союзу вже була відносно розвинутою та заможною. Проте розпад СРСР спричинив економічні та політичні проблеми, в які ми не заглиблюватимемося. У 1998 році Росія шокувала фінансові ринки дефолтом за державним боргом (уряд призупинив виплати за власними борговими зобов'язаннями, номінованими в його валюті). Багато хто вважає, що дефолт Росії спростовує позицію ММТ щодо того, ніби не існує ризику дефолту для боргу суверенної держави. Зрозуміло, що борг був виражений в рублях — валюті, яку контролює та випускає держава. Що ж пішло не так? Ключ — у прив'язці обмінного курсу рубля до долара.

Воррен Мослер як ніхто інший обізнаний із російським фіаско, бо на той час працював керівником хедж-фонду, чиї деякі фінансові позиції252 мали деривативну прив'язку253 до державного боргу Росії в рублях. Він дав таке пояснення:

У серпні 1998 року в центральному банку Росії рубль конвертувався в долари США за курсом 6,45 рубля за 1 долар. Російський уряд, що прагнув підтримувати політику фіксованого обмінного курсу, був обмежений у своїй готовності платити запасами доларових резервів, адже навіть за дуже високих процентних ставок власники рублів хотіли обміняти їх у Центральному банку Російської Федерації. На тлі зниження доларових резервів та у зв'язку з неможливістю віднайти додаткові резерви на міжнародних ринках конвертування рублів у долари США було призупинено приблизно в середині серпня, а Центральному банку Росії не залишалося нічого, крім як відпустити рубль у плавання. Упродовж цього періоду російський уряд був здатний платити в рублях. Але через рішення прив'язати обмінний курс на рівні, вищому за «ринкові», у середині серпня він втратив можливість робити платежі в рублях. Власне, навіть після того як рубль було відпущено в плавання, коли платежі могли відбуватися без втрати резервів, російський уряд (тобто казначейство та центральний банк) і далі був не готовий платити рублями за обслуговування власного боргу — як внутрішнім, так і міжнародним інвесторам. Він порушував зобов'язання щодо виплат (тобто оголосив дефолт) свідомо, оскільки завжди мав змогу платити рублями просто через зарахування на відповідні рублеві рахунки в центральному банку. (Курсив автора. Докладніше про це див.: http://www.epicoalition.org/docs/flawed_logic.htm).

Чому Росія зробила такий вибір, — питання дуже дискусійне. Проте немає сумнівів у тому, що Росія була здатна забезпечити свої рублеві зобов'язання, але була не готова платити й обрала дефолт. Найкраще буде назвати це політичним рішенням. Ми не можемо повністю ігнорувати політику. Схожий випадок стався у 2011 році під час дебатів у Конгресі США про межу боргу федерального уряду. Так, Конгрес міг вирішити не піднімати межу боргу. Невиконання державних зобов'язань (або дефолт) за державним боргом США здавалися досить близькою перспективою. З економічного погляду не було жодної логічної причини допустити це, проте політичне суперництво може дати неочікувані результати.

Таким чином, до невиконання Росією її боргових зобов'язань у національній валюті призвели два взаємопов'язані фактори — прив'язка обмінного курсу власної валюти і політичне рішення про дефолт навіть після переходу до режиму плаваючого обмінного курсу254.

Нарешті звернімося до прикладу Угорщини початку 2012 року. Угорщина встановлює плаваючий курс своєї валюти — форинта. Оскільки країна — емітент валюти й не зобов'язується конвертувати її в дорогоцінний метал чи іноземну валюту, їй потрібно мати максимум простору для внутрішньої економічної політики, що відповідає суспільній меті (про це див. розділ 7). Вона повинна бути спроможна купувати будь-що, що продається у форинтах, просто «натискаючи на кнопку». Урядові не потрібно «позичати» свою валюту, хоча він може випустити облігації, що більше схоже на частину монетарної політики, мета якої — утримати на цільовому рівні процентну ставку овернайт на міжбанківському ринку резервних грошей. Але невдовзі Угорщина все-таки зіштовхнулася із серйозною проблемою державного боргу. Як таке може бути?

Білл Мітчелл255 дає цьому пояснення (див.: bilbo.economicoutlook.net/blog?p=17645). Угорська економіка сильно

постраждала від Великої фінансової кризи 2007–2008 років. Темпи зростання реального ВВП різко сповільнилися, невдовзі економіка почала падати й урешті-решт опинилася в глибокій рецесії256. Цілком очікувано це вдарило по державному бюджету, оскільки податкові надходження різко впали, а соціальні потреби, а отже, й державні витрати зросли. Угорщина намагалася виконати Маастрихтські критерії, щоб приєднатися до ЄМС (див. наступні параграфи), що само собою означало встановлення обмежень на дефіцити державного бюджету та рівень державного боргу. Тож замість того, щоб пом'якшувати фіскальну політику257 і боротися з кризою, уряд дозволив падіння економіки. Його плаваюча валюта теж знецінилася, і, щоб це зупинити, центральний банк різко збільшив процентні ставки (намагаючись стимулювати іноземців купувати номіновані у форинті активи з перспективою високих процентних ставок258).

Знецінення валюти, а також зростання внутрішніх процентних ставок сильно вдарило по угорських позичальниках. Багато з них випустили IOU в іноземній валюті, проте їхні доходи були у форинтах. Зі знеціненням форинта тягар погашення боргу в іноземній валюті зростає (потрібно більше форинтів, щоб зробити платіж з обслуговування боргу). Та якщо навіть їхні борги у форинтах, але з плаваючою процентною ставкою259, зростання внутрішніх процентних ставок теж збільшує витрати на обслуговування боргу. Отже, позичальники страждають за обох умов, байдуже в чому номінований їхній борг — в іноземній валюті чи в національних форинтах.

Але ось реальна проблема. Уряд Угорщини також позичав в іноземній валюті — в ній була майже половина його невиплаченого боргу. Єдині джерела іноземної валюти для погашення як державного, так і приватного боргу, номінованого в іноземній валюті, — це експорт, подальші позики в іноземців або обмін ще більшої кількості форинтів для отримання іноземної валюти. І через цей борг існує ризик дефолту, адже уряд Угорщини не може просто створити іноземну валюту, «натискаючи на кнопку». Поки ринки хвилювалися через здатність Угорщини погасити борг, процентні ставки і далі зростали. Може утворитися зачароване коло, в якому кредитно-рейтингові агентства знижують рейтинг на суверенний борг Угорщини. Це додатково збільшує процентні ставки та витрати на обслуговування й погашення боргу, і рейтинг на суверенний борг ще більше знижується.

Білл Мітчелл підсумовує:

Життя в Угорщині стане дуже складним, тому що тепер воно дуже залежить від коливань обмінного курсу національної валюти. Приватний сектор економіки переживатиме суттєве падіння реального рівня життя. Йому доведеться докласти зусиль, щоб в умовах зниження національного доходу обслуговувати борг, виражений в іноземній валюті. Економічний спад, масове ревальвування боргу, номінованого в іноземній валюті, під час падіння валюти та спадній здатності економіки нарощувати експорт (тоді як решта Європи сповільнюється) також штовхатимуть уряд до дефолту. Це дуже складне становище, і ринки облігацій реагують на підвищений ризик суверенного дефолту. Урок у тому, що Угорщина не дає підстав сумніватися у висновках, які пропонує ММТ. Коли в країні діє монетарний режим плаваючого обмінного курсу національної валюти, дефіцити державного бюджету ніколи не наражають платоспроможність уряду на ризик. Ба більше,

суверенний уряд завжди може “дозволити собі” будь-що, що продається за його власну валюту. Він ніколи не зіткнеться з проблемою “ринкової дисципліни”260. Суверенний уряд витрачає, зараховуючи кошти на банківські рахунки отримувачів бюджетних витрат, і в нього ніколи “не закінчаться” такі кредитні проводки.

Три описані вище приклади ілюструють проблеми, до яких призводить прив’язка обмінного курсу національної валюти (якщо тільки держава не акумулює значних резервів іноземної валюти — як-от Китай). Загалом ці проблеми можна охарактеризувати так: 1) суверенний дефолт за державним боргом у власній валюті — доволі рідкісне явище, що виникає через внутрішньополітичні причини, але в разі його настання починаються дуже затратні для країни проблеми; 2) суверенний дефолт за державним боргом в іноземній валюті стає дуже реальним ризиком для економіки. Набагато краще встановлювати режим обмінного курсу національної валюти, не даючи жодних зобов’язань конвертувати свою валюту в іноземну (або в золото) за фіксованим обмінним курсом, а також уникати випускати борг, номінований в іноземній валюті.

А тепер ми розглянемо євро — можливо, найбільший за останні кілька століть монетарний експеримент, коли було зроблено спробу керувати економіками без національної валюти261.

6.6. Євро: як влаштовано несуверенну валюту

Повернімося до наріжного питання про режим обмінного курсу валюти: прив’язка проти плавання. Вище ми доводили, що так званий плаваючий режим обмінного курсу забезпечує найбільший простір для внутрішньої економічної політики. Водночас режим прив’язки обмінного курсу262 зазвичай його звужує — крім таких ситуацій, як у Китаї, коли накопичених резервів іноземної валюти достатньо, щоб усунути будь-які сумніви про те, що прив’язка може підтримуватися. Існують різні способи прив’язати обмінний курс валюти. Найекстремальніший — просто прийняти валюту якоїсь іншої країни. Кілька країн прийняли долар США або створили свій власний долар, що конвертується на американський 1:1. Це незначні винятки з правила «одна держава — одна валюта», яке панує у світі.

Але є ще один величезний виняток — створення Європейського монетарного союзу і ті європейські держави, які відмовилися від власних валют і прийняли євро. Далі ми розглянемо цей приклад. У ЄМС нині криза, і напевне не відомо, чи він вистоїть. Поки це видання буде надруковане, Грецію можуть змусити покинути ЄМС. Якщо це станеться, валютний союз може розпастися, а фінансові ринки, швидше за все, визначать країну — наступного найслабшого члена ЄМС. Зараз дуже складно сказати, що більш імовірно263. (Деякі роздуми про «кінець гри» див. нижче).

Натомість у цьому розділі ми зосередимося на тому, що не так із монетарним устроєм Єврозони. Прихильники ММТ і раніше доводили, що

це хитка система, «сконструйована так, щоб зазнати поразки». Цю позицію довго ігнорували чи й навіть висміювали. Зараз багато експертів визнають, що монетарна конструкція Єврозони таки має тріщину.

Євровалюта

Дотепер аналіз у цьому посібнику (крім попереднього підпараграфа) здебільшого стосувався типового випадку «одна держава — одна валюта». До моменту створення Європейського монетарного союзу країн, що використовують валюту іншої країни, було обмаль. Усе обмежувалося Ватиканом в Італії (номінально відокремлений і розташований у Римі, Ватикан використовував італійську ліру) чи колишніми колоніями та протекторатами. Та Європейський Союз розпочав грандіозний експеримент із тими державами, що приєдналися до ЄМС і відмовилися від своїх валют на користь євро. Монетарну політику централізовано визначає ЄЦБ264. Це означає, що міжбанківська процентна ставка овернайт однакова в усьому ЄМС. Національні центральні банки країн-членів ЄМС більше не встановлюють процентних ставок самостійно; тепер вони радше схожі на регіональні федеральні резервні банки США, якими керує Рада директорів Федеральної резервної системи США, що і встановлює відсоткові ставки (на регулярних засіданнях Комітету з операцій на відкритому ринку у Вашингтоні).

Утім, між ЄМС та ФРС є одна відмінність. Окремі національні центральні банки членів ЄМС досі відповідають за кліринг платежів між комерційними банками власної юрисдикції та між цими самим комерційними банками й національним урядом. Це означає, що національні центральні банки обов'язково залучені до реалізації внутрішньої фіскальної політики. Тоді як монетарна політика була певним чином «уніфікована» в усьому ЄМС та зосереджена в руках ЄЦБ, фіскальна політика залишалася у сфері повноважень кожного окремого національного уряду. У такий спосіб фіскальну політику значною мірою було відокремлено від валюти. Отже, так само як штати у США (або провінції в Канаді), окремо кожен член ЄМС — це «користувач», а не «емітент» єдиної валюти євро. Вони оподатковують та витрачають у євро, а також випускають номіновані в євро борги. По суті, те саме роблять й американські штати —оподатковують, витрачають і позичають у доларах США.

Порівняння зі штатами США

У США штати мусять подавати на розгляд збалансовані бюджети (48 штатів згідно з конституцією повинні так робити; та це не обов'язково означає, що наприкінці фіскального року вони досягнуть збалансованого бюджету — доходи можуть бути нижчі, а витрати вищі, ніж очікувалося). Штати все одно позичають: наприклад, коли уряд якогось

штату фінансує довготривалі проекти з будівництва об’єктів соціальної інфраструктури, то випускає облігації, номіновані в доларах. Він використовує податкові надходження, щоб обслуговувати цей борг265. Щороку уряд зараховує обслуговування боргу до запланованих витрат і намагається забезпечити всі поточні витрати (зокрема і погашення боргу) сукупним доходом. (Формально конституційні вимоги до збалансованого бюджету штату стосуються саме балансу так званого поточного рахунку, згідно з яким витрати штату передбачають тільки процентні платежі за боргом266).

Коли певний штат США врешті-решт опиняється в дефіциті бюджету, то ризикує зіткнутися з пониженням свого кредитного рейтингу267 від однієї з провідних рейтингових агенцій268. Це означатиме, що процентні ставки або вартість позик для цього штату зростуть. Він може опинитися в зачарованому колі: підвищення процентних ставок збільшить витрати на обслуговування боргу, унаслідок чого зросте дефіцит, і це буде підставою для подальшого зниження кредитного рейтингу. Дефолт за власним боргом стає реальною перспективою — і в США відомі приклади, коли очільники штату та місцева влада або впритул наблизилися до дефолту, або були змушені оголосити дефолт (округ Орендж у штаті Каліфорнія, один із найбагатших округів у Сполучених Штатах, таки оголосив дефолт269). Економічні спади — такі як Велика фінансова криза, що почалася в США у 2007 році, — часто змушують владу штату та місцеву владу відчувати проблеми з власним боргом, спричинені зниженням їхнього кредитного рейтингу. А це змушує владу скорочувати витрати і / або підвищувати податки270.

Для того, щоб зменшити ймовірність таких боргових проблем серед держав ЄМС, кожна з країн — членів Єврозони погодилася дотримуватися обмежень щодо дефіцитів бюджету та випуску державних боргових зобов’язань. Принцип полягав у тому, що уряди держав не матимуть дефіциту бюджету, вищого за 3 % від ВВП, і не накопичуватимуть державний борг понад 60 % від ВВП країни. Насправді майже всі держави-члени ЄМС постійно порушують ці критерії.

Держави ЄМС — користувачі, а не емітенти валюти

Для держав, що перейшли на євро, їхня валюта не суверенна в тому розумінні, які ми прийняли в цій книжці. Тобто країни Єврозони вчинили так, ніби прийняли іноземну валюту — щось на кшталт «доларизації» країни, коли вона вирішує приєднатися до механізму валютного коридору271 на основі долара США. Але все-таки крок членів Єврозони не такий радикальний, як приєднання до механізму «валютного коридору», адже створення Європейського Союзу гарантувало готовність держав-членів допомогти одна одній у фінансовій скруті (щось подібне мало місце під час першої хвилі Великої фінансової кризи у країнах Єврозони після 2008 року).

Крім того, існування ЄЦБ, який здатен бути «кредитором останньої інстанції», надає певної гнучкості окремим членам ЄМС. Коли,

наприклад, Аргентина приймає механізм валютного коридору на основі іноземної валюти (як правило, долара США), в неї немає жодної певності (і, без сумніву, жодних сподівань), що емітент цієї валюти (Сполучені Штати) стане її рятувати. І попри те, що Маастрихтські критерії, як виявилося, створили суттєві перешкоди для фінансового порятунку проблемних держав, завжди очікувалось, що в критичному випадку їм буде надано фінансову допомогу.

Хоч послідовники ММТ давно передбачали, що структура ЄМС не дозволить йому впоратися з фінансовою кризою, проблеми стали очевидні тільки тоді, коли спершу Ірландія, потім Греція (а згодом і Кіпр) зазнали фінансового краху внаслідок Великої фінансової кризи. Остаточній катастрофі на ринку суверенного боргу Греції у 2011-му, а згодом й у 2014 році, запобігло лише втручання держав-членів ЄМС та ЄЦБ, які витягли країну з глибокої кризи. Жодного довготривалого рішення проблем, спричинених використанням несуверенної валюти, знайдено не було, тому, починаючи з весни 2015 року, криза проникає в інші країни Єврозони. Далі ми розглянемо кризу Єврозони докладніше.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи може уряд такої країни, як Греція, що використовує євро, випускати чисті фінансові активи для свого внутрішнього приватного сектору?

Відповідь: На хвильку забудьте про державний та зовнішній сектори. У межах внутрішнього приватного сектору існує багато економічних одиниць272, що випускають власні IOU, які, зі свого боку, належать іншим економічним одиницям як активи. Зрозуміло, що для кожного зобов'язання є кореспондуючий актив, у результаті чого вони балансуються до нуля. Тепер додайте державний сектор. Він має фінансові вимоги до внутрішнього приватного сектору273 і випускає фінансові вимоги до самого себе274. Приватний сектор погашає свої зобов'язання перед державою зі сплати податків та інших обов'язкових платежів, надаючи урядові його ж IOU (наприклад, валюту в широкому розумінні, хоча на практиці податки сплачуються лише з використанням банківських резервів — тобто трансакцією, що здійснюють комерційні банки, які мають рахунки в центральному банку).

Як нам відомо з попередніх розділів, дефіцит державного бюджету зумовлює нетто-збільшення на суму дефіциту як банківських резервів, так і залишків на поточних рахунках приватного сектору275. Отже, приватний сектор матиме чисті фінансові активи у формі платіжних вимог до держави. А на практиці ці чисті вимоги будуть банківськими резервами в центральному банку. Тоді держава може продати державні облігації, що дають вищий процентний дохід, як альтернативу резервам на кореспондентському рахунку. Купівля облігацій відбувається через дебетування резервних / кореспондентських рахунків банків. Питання в тому, чи є ці резерви або державні облігації чистими фінансовими активами для внутрішнього приватного сектору. Певна річ.

А тепер проаналізуймо зовнішній сектор. Припустімо, влада країни здійснює фінансові операції з урахуванням дії монетарного режиму фіксованої прив'язки — тобто уряд або робить свою валюту

конвертованою в іноземну у співвідношенні один до одного, або фактично приймає іноземну валюту (приміром, євро). Центральний банк держави відкриває резервний рахунок у центральному банку, що випускає валюту (у випадку Греції — в ЄЦБ). Далі він накопичує фінансові вимоги (свої фінансові активи) до іноземних центральних банків інших країн ЄМС, а іноземці накопичують фінансові вимоги до нього (його фінансові зобов'язання). Центральний банк країни-члена Єврозони здійснює кліринг розрахунків із використанням резервів ЄЦБ (ЄЦБ в межах свого балансу списує (дебетує) свої резерви й зараховує їх (кредитує) на резервні рахунки іноземних банків, що мають платіжні вимоги до нього). Коли йому бракує резервів для розрахунку, він змушений позичати їх в інших банків, що мають рахунки в ЄЦБ, або безпосередньо в ЄЦБ.

Коли грецький внутрішній приватний сектор разом з урядом купують іноземні товари, послуги та активи, іноземні центральні банки накопичують фінансові вимоги до грецького центрального банку. А коли іноземці купують грецькі товари, послуги та активи, грецький центральний банк накопичує фінансові вимоги до іноземних центральних банків. Якщо Греція має дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, то чисті фінансові вимоги, сформовані проти Греції, — її чистий борг — відображає чисті фінансові активи, що належать іноземцям. (По суті, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу врівноважується профіцитом рахунку операцій з капіталом та фінансами та балансом офіційних операцій). Вони складаються з фінансових вимог до грецького приватного сектору і до грецького уряду. Це все може тривати доти, доки іноземці готові накопичувати фінансові вимоги до греків (приватних та державних позичальників), а ЄЦБ готовий позичати резерви грецькому центральному банку. Та Греція перебуває під впливом «примх ринку» — ринок може вимагати вищу відсоткову ставку, що стимулюватиме його й далі позичати Греції (її урядові та / або приватному сектору). Що, власне, і сталося, коли суверенний кредитний рейтинг Греції було понижено до рівня CC (дуже ризикований спекулятивний рейтинг, фактично означає переддефолтний стан).

6.7. Криза євро

На тлі глобальної фінансової кризи, що розпочалася 2008 року, чимало «периферійних» держав ЄМС (особливо країни PIIGS) зіткнулися з серйозними борговими проблемами та, відповідно, зниженням суверенних кредитних рейтингів. Фінансові ринки дедалі підвищували процентні ставки для цих країн276, поглиблюючи їхні проблеми: в разі підвищення відсоткових ставок за державним боргом понад рівень зростання ВВП зростає й рівень державного боргу277. ЄМС був змушений втрутитися — шляхом надання позик від ЄЦБ (і навіть Міжнародного валютного фонду — МВФ). Федеральна резервна система США навіть надала трильйони доларів позики для ЄЦБ, який, зі свого боку, позичив їх європейським центральним банкам, щоб ті дали позики їхнім власним банкам. Держави, що мали боргові проблеми, були змушені вдатися до жорсткої економії: скорочення витрат, звільнення державних працівників, урізання зарплат і підвищення податків та інших обов'язкових зборів.

Такі країни, як Німеччина (а також Фінляндія та Нідерланди), які здебільшого уникли цих проблем, тицяли пальцем на «марнотратних» сусідів на кшталт Греції, що нібито провадили безвідповідальну фіскальну політику. Кредитні спреди (різниця між відсотковими ставками, які сплачують слабші держави за своїми боргами, та ставкою, яку сплачує німецький уряд за своїми облігаціями) стрімко підскочили. Це означало, що інвестори на фінансових ринках «зробили ставку» на (незворотний, на їхню думку) дефолт за державним боргом у слабших державах. (Також ефективним показником очікуваного дефолту може бути спред за «кредитно-дефолтними свопами» — форма страхування від дефолту позичальника).

У цьому контексті важливо зрозуміти, що дефіцити бюджету чи рівні державного боргу278 членів ЄМС порівняно з історично суверенними державами279 не були аж такими високими (див. графіки нижче). Справді, дефіцит державного бюджету та рівень державного боргу Японії на той час були значно вищі, а в США вони приблизно дорівнювали показникам у деяких країнах ЄМС із борговою кризою. Але держави, що випускають власну валюту з плаваючим обмінним курсом, не стикаються з такою сильною реакцією ринку — той не піднімає їхніх відсоткових ставок за державним боргом (навіть якщо кредитно-рейтингові агентства періодично понижують їхній суверенний кредитний рейтинг, як робили це у випадку Японії та погрожували зробити щодо Сполучених Штатів). Перед початком боргової кризи в Єврозоні рівні державного боргу членів ЄМС були низькі порівняно з тими, яких досягнули суверенні уряди з власними валютами:

До кризи 2008 року не було й неконтрольованих дефіцитів державних бюджетів:

То яка різниця між, скажімо, Японією та Грецією? Чому фінансові ринки інакше сприймають Японію, хоч її рівень державного боргу вищий за грецький?

Знов-таки, головне — зрозуміти, що, приєднавшись до ЄМС, Греція відмовилася від національної валюти і, по суті, прийняла іноземну. Коли Японія обслуговує свій державний борг, вона робить це, як ми вже говорили, «натискаючи кнопки» на клавіатурі. І така можливість буде в Японії завжди: вона може створити стільки комп'ютерних облікових записів у єнах, скільки потрібно. І їй не потрібно буде оголошувати вимушений дефолт. Національний уряд із власною валютою завжди може «дозволити собі» здійснювати всі платежі, коли надходить термін. Звичайно, щоб забезпечити бухгалтерські проводки із поповнення (кредиту) банківських рахунків відсотками, а також готовність обраних представників передбачити в бюджеті витрати на виплату відсотків, потрібна співпраця між казначейством та центральним банком. Та ринки очікують, що національний

уряд не порушуватиме своїх фінансових зобов'язань, коли надійде термін їх сплати.

Ситуація складається інакше для членів ЄМС. По-перше, ЄЦБ має значно більшу незалежність від держав-членів, ніж ФРС від уряду США. Федеральна резервна система — це «творіння Конгресу», об'єкт його мандатів; натомість ЄЦБ формально незалежний від усіх національних урядів. Методи роботи ФРС передбачають, що він завжди співпрацює з Міністерством фінансів США для того, щоб уряд міг здійснювати платежі, схвалені в Конгресі (принаймні до встановленої Конгресом межі державного боргу). ФРС у плановому порядку викуповує державний борг США, якщо це потрібно, щоб забезпечити резервами банки — члени ФРС280. А Європейському центральному банкові заборонено фінансувати країни — члени ЄМС, але дозволено викуповувати їхній державний борг на вторинних ринках для підвищення стабільності. І все-таки під час кризи ЄЦБ не був зобов'язаний рятувати ані держави-члени, ані їхні банки. Неймовірно, але баланс ЄЦБ на середину січня 2012 року сягнув понад 5 трлн доларів США; це майже вдвічі більше, ніж баланс ФРС Сполучених Штатів, хоч ФРС і не мала жорстких обмежень щодо свого мандату на захист фінансової системи.

На думку ЄМС, розмежування фіскальної політики та питань валютного устрою було не «тріщиною» в його структурі, а радше особливістю: метою такого розділення було не дати будь-якій державі-члену використовувати ЄМС для підвищення дефіциту бюджету, що фінансується «натисканням кнопок». Були сподівання, що коли держави-члени будуть змушені виходити на ринок, щоб отримати боргового фінансування, то ринкова дисципліна триматиме дефіцити державного бюджету в порядку. Якби уряд хотів позичити забагато, то зіткнувся б зі зростанням відсоткових ставок, що змусило б його скоротити витрати й збільшити податки. Таким чином, відмова членів ЄМС від монетарного суверенітету (від власних суверенних валют) мала зупинити державних чиновників-марнотратників.

Що ж урешті-решт стало останньою краплею, що спричинила таку боргову кризу в Єврозоні? Якщо коротко, це була комбінація факторів: фіксовані обмінні курси, проблемна структура секторальних балансів, маніпуляції з офіційними даними (відомо, що Греція приховала справжній розмір свого державного боргу) і нарешті Велика фінансова криза. Усе це створило гігантську проблему з державним боргом, яка поширилася по ЄМС, загрожуючи зруйнувати весь союз.

Відколи кожна держава прийняла євро, обмінні курси були прив'язані між країнами в ЄМС. Деяким державам (такі як Греція та Італія) не вдавалося так успішно стримувати внутрішню інфляцію (особливо через зростання зарплат) упродовж десятиліття до початку Великої фінансової кризи, і згодом виявилося, що вони дедалі менш конкурентні в межах Європи. У них був хронічний зовнішньоторговельний дефіцит, особливо з Німеччиною. Як відомо з нашого макроекономічного обліку, дефіцит поточного рахунку має дорівнювати дефіциту бюджету держави і/або дефіциту внутрішнього приватного сектору. Таким чином, Німеччина могла (небезпідставно) вказати на «марнотратство» у витратах уряду та приватного сектору Греції, а Греція могла (теж не без причин) звинуватити Німеччину в її «меркантильній» торговельній політиці, що базувалася на активному сальдо торговельного балансу. Німеччина була здатна утримувати свій дефіцит бюджету на низькому рівні, а заощадження приватного сектору

— на високому, покладаючись на те, що її сусіди підтримуватимуть зростання німецької економіки через експорт. Та це, відповідно, означало, що сусіди нарощували борги — як державні, так і приватні, — і зрештою фінансові ринки зреагували зниженням суверенного кредитного рейтингу281.

На графіку 6.3 відображено агреговані секторальні баланси для всіх членів ЄМС.

На графіку легко простежити циклічні коливання, але також очевидно, що загалом країни Єврозони фактично дотримуються збалансованої зовнішньої торгівлі, а отже, сукупний державний дефіцит дорівнює профіциту внутрішнього приватного сектору. Та ситуація суттєво відрізняється, якщо розглядати секторальні баланси країн-членів ЄМС окремо. Ось, наприклад, секторальні баланси Франції:

Франція підтримувала невеликий дефіцит поточного рахунку платіжного балансу і від початку кризи у 2008 році — великий профіцит приватного сектору; згідно з макроекономічним рівнянням секторальних балансів це означає, що країна має величезні дефіцити державного бюджету. А ось приклад Іспанії:

До початку Великої фінансової кризи 2008 року Іспанія підтримувала величезний дефіцит приватного сектору. Це схоже на економіку Золотоволоски в Сполучених Штатах за часів президента Клінтона. Іспанія нагромаджувала великі борги в приватному секторі. Її уряд підтримував деякі профіцити державного бюджету, а баланс її поточного рахунку платіжного балансу був суттєво дефіцитний. Криза це все змінила: приватний сектор почав підтримувати профіцит, дефіцит поточного рахунку впав, а дефіцит держави вибухнув.

Нарешті погляньмо на горезвісну Італію, яка накопичила один із найбільших державних боргів у світі (так само як і Японія) :

Зауважте, що коливання секторальних балансів Італії значно менші, ніж у Франції та Іспанії, і що, по суті, державний дефіцит після того, як країна приєдналася до монетарного союзу (і прийняла євро), ніколи не був дуже великим — до кризи 2008 року він сягав максимум 5 % від ВВП. Баланси приватного сектору Італії після об’єднання були

невеликими, але загалом позитивними, тобто профіцитними (за винятком 2007 та 2008 років), і країна підтримувала невеликий дефіцит поточного рахунку платіжного балансу. Але коли почалася криза Єврозони, Італію визнали однією з найгірших порушниць з-поміж унікальної групи PIIGS — так само, як і Іспанію, яка до кризи була взірцем фіскальної розсудливості.

На жаль, деякі з цих держав підходили до бухгалтерського обліку креативно — приховували борг. А коли все відкрилося, тицяти пальцем почали ще більше. Велика фінансова криза також поглибила проблеми, оскільки лякливі учасники фінансових ринків почали переводи свої позиції в безпечніший суверенний борг (в облігації уряду США, а всередині Єврозони — в суверенні облігації Німеччини та Франції). Крах фінансових бульбашок на ринках нерухомості шкодить не тільки фінансовим ринкам, а й загрузлим в боргах домашнім господарствам. Банківські проблеми в Європі, зокрема антикризові заходи з надання державної допомоги збанкрутілим бізнес-установам, також збільшили державний борг (наприклад, проблеми державного боргу Ірландії були пов’язані із заходами з порятунку проблемних фінансових установ). Економічний спад також скоротив державні податкові надходження та підняв трансферні витрати з бюджету.

Щоб відвернути дефолт, ЄЦБ повинен був відмовитися від своїх (здавалося, непорушних) інституційних канонів і вжити заходів з антикризових пакетів. Посадові особи почали визнавати, що повний розрив між державою та її валютою (тобто відокремлення фіскальної політики від суверенної валюти) — невдала ідея. Траплялося навіть, що критики сучасної теорії грошей, такі як Пол Круґман, поступово починали розуміти, що ММТ одразу слушно оцінювала економічні перспективи: якщо державу, яка випускає суверенну валюту, не можна змусити допустити дефолт за своїми IOU, то держава з іноземною валютою апріорі наражається на ризик дефолту.

Більшість країн PIIGS вскочили в серйозну халепу аж після Великої фінансової кризи, і не лише тому, що податкові надходження впали, а фіскальні потреби зросли, а й тому, що дехто з них намагався врятувати свої фінансові установи. Саме криза виявила небезпечно великі рівні боргу приватного сектору. Коли фінансові установи скоротили витрати і власники заощаджень намагалися перескочити на найбезпечніші активи, споживачі перелякалися та зменшили витрати. Тоді, звичайно, оскільки продаж уповільнився, підприємства вдалися до скорочення робочої сили. Податкові надходження різко впали, а деякі державні витрати на соціальні програми (як-от компенсація з безробіття) зросли. Це приблизно така сама ситуація, яку ми бачили в Сполучених Штатах: коли фінансова криза призводить до економічного спаду. Через це злетіли вгору як державні борги, так і різниця процентних ставок (між проблемними країнами PIIGS та сильнішими економіками, такими як у Німеччині, Нідерландах та Франції). Жорстка динаміка процентних ставок утворила замкнене коло — більші державні борги наражають країну на ще більший ризик дефолту, тож процентні ставки зростають та збільшують державні витрати на сплату відсотків, і державний борг зростає ще швидше.

Спроба європейських держав дотримуватись обмежень, встановлених Пактом стабільності та зростання282, що лімітував дефіцит державного бюджету до 3 % від ВВП, а рівень державного боргу — до 60 % від ВВП, найімовірніше, зазнала б невдачі, адже бюджетні дефіцити мають

ендогенну природу. Якби країни Європейського Союзу дотримувалися Пакту, то, по-перше, були б не здатні підтримати власні економіки в період глобальної кризи, а по-друге, це, мабуть, призвело б до глобальної або щонайменше загальноєвропейської депресії.

Щоб фіскальна політика могла протидіяти економічному циклу, коливання балансу державного бюджету мають бути співмірні коливанням інвестицій (чи, ширше, коливанням балансу приватного сектору). Замість того, щоб використовувати державний бюджет як знаряддя для створення системи, яка буде відносно стабільною та підтримуватиме високий рівень зайнятості, європейці зробили метою політики низький дефіцит, не врахувавши при цьому наслідків для економіки. Однак навіть без лімітів, що встановлює Пакт про стабільність та зростання, державні витрати країн — членів ЄМС обмежені фінансовим ринком, а саме його ставленням до суверенного кредитного ризику позичальника та апетитом до купівлі облігацій за ринковою дохідністю. Стільки обмежень нагромадилося тому, що ці країни не мають монетарної системи, яка ґрунтувалась би на суверенній валюті, як, наприклад, у США, Великобританії чи Японії.

Іншими словами, інституційно встановлений механізм ухвалення рішень у ЄМС не відповідав потребам та вимогам у боротьбі з Великою фінансовою кризою. Правду кажучи, США теж впоралися із цим доволі кепсько — і все через погану економічну політику. Але країни Єврозони не могли самотужки розв'язати всіх своїх проблем, навіть якщо вдавалися до найефективнішої економічної політики. Їм потрібно було щось на кшталт центрального казначейства в межах ЄМС, яке б могло здійснювати витрати в потрібному обсязі. Натомість вони діяли хаотично, покладаючись радше на півкроки ЄМС та заходи жорсткої економії в державному секторі. Ось чому економіки країн — членів ЄМС у значно гіршому стані порівняно з американською. Судячи з усього, на середину 2015 року економіка Єврозони перебуває в стагнації, а її фінансовий сектор розхитаний проблемами в Греції. Лише час покаже, які будуть наслідки. Далі ми розглянемо можливі варіанти виходу із кризи.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи правда, що Німеччина поводилася відповідальніше, тримаючи інфляцію в руках, тоді як членів PIIGS справедливо звинувачують у тому, що вони заплющували очі на інфляцію?

Відповідь: Не секрет, що Німеччина тримала під контролем зарплати, коли майже всі інші держави Єврозони дозволили зарплатам зростати. Це робило робочу силу в багатьох державах ЄМС неконкурентною з німецькими працівниками. То на кого нам слід тицяти пальцем — на Німеччину чи Грецію? Німеччина обрала стратегію гонитви по низхідній, і якби решта чинили так само, всі країни ЄМС тріснулися б навлобки, змагаючись за конкурентне пониження зарплат аж до нульового рівня. Єврозона могла б «тішитися» падінням рівня життя — аж доки країна з найнижчим рівнем життя не задала б усім норму. Якби в деяких країнах PIIGS не було «надмірного» зростання зарплат і витрат, що перевищують доходи, Німеччина не мала б успіху як нетто-експортер. Адже танго танцюють удвох. Економічні відносини в межах Європейського монетарного союзу неефективні, тож нам не слід тицяти пальцем на країни-боржники.

6.8. Євро виходить з гри?

Від початку Великої фінансової кризи у 2008 році ЄМС переживав низку криз та планів порятунку великих фінансових установ та урядів країн-членів Союзу. У політичній сфері уряди, сформовані центристськими політичними партіями, стикаються з викликами та конкуренцією з боку крайніх правих та крайніх лівих політичних партій. Нещодавно на парламентських виборах Греція обрала партію — противницю заходів жорсткої економії283, на черзі — Іспанія, що перебуває за крок до того самого. Ці популістські партії обіцяють провести переговори про списання заборгованості та покінчити із заходами жорсткої економії, які встановила «Трійка». Проте не зрозуміло, чи їхня аргументація подіє. Центральна Європа, насамперед Німеччина, залишається переконаною в тому, що проблема полягає в індивідуальній поведінці периферійних держав, а не в євро.

Це не грецька проблема. І не ірландська. Не португальська. Не іспанська. Не італійська. Це проблема ЄМС, і «латання дірок» ніколи не буде достатньо.

Навіть якщо держави-члени Союзу не тицятимуть пальцями і не сперечатимуться через марнотратність сусідів, теперішні інституційні регуляції ЄМС забороняють будь-яку ефективну протидію кризі. Коли фінансові ринки вирішують атакувати одного члена Союзу, він швидко опиняється в жорсткій борговій пастці: відсоткові ставки зростають, і це утворює діру в бюджеті. У найкращому разі решта країн можуть скласти борговий пакет — давати в борг на трохи щедріших умовах. Та насправді країнам-членам із великими боргами потрібні не додаткові борги, а часткове списання боргу й економічне зростання. Через заходи жорсткої економії, що вимагаються заради отримання пропонованих позик, зростання стає негативним, і це збільшує дефіцит бюджету та призводить до наступного позичання від безвиході.

Так чи інакше країна-боржник потрапляє в боргову пастку: якщо вона позичає на ринках, відсоткові ставки ростуть; якщо вона позичає в ЄМС (чи МВФ), то натомість має запровадити заходи жорсткої економії, а отже, зростання зупиняється, і податкові надходження різко скорочуються.

Один із можливих виходів зі скрутного становища для проблемної країни — покинути ЄМС і повернутися до суверенної валюти: наприклад, до драхми — в Греції, ліри — в Італії тощо. Перехід може бути руйнівним і в найближчому майбутньому потребувати затрат. Та перевагою стало б створення внутрішнього фіскального і політичного простору для боротьби з кризою. Звичайно, доведеться порушити боргові зобов'язання, номіновані в євро. Також можливі певні заходи у відповідь із боку ЄС.

Проте цей варіант кращий за «Тевтонсько-латинську» двовалютну схему, яку дехто рекомендує. Її задум полягає в поділі країн ЄМС на дві групи, а саме: північну тевтонську групу зі своєю валютою

(скажімо, євро-Т) і південну латинську — зі своєю (євро-Л — очевидно, з нижчим обмінним курсом). Але ця схема просто прив'язала б ту саму Грецію до іншої зовнішньої валюти. Країна б не отримала більше фіскального чи монетарного простору порівняно з тим, що має зараз, хоч у неї і була б нова валюта, знецінена стосовно теперішнього євро. Щоб повернути собі якомога більше простору для внутрішньої політики, найкраще для кожної держави — прийняти власну валюту з плаваючим курсом.

Якщо не вибрано варіант із відокремленням, єдине реальне вирішення проблеми — оновити формування ЄМС. Чимало критиків ЄМС довго звинувачували ЄЦБ у сповільненому зростанні, особливо на периферії. Вони стверджували, що заради досягнення повної зайнятості ЄЦБ утримував процентні ставки надто високими. Проте цей аргумент хибний — і не тому, що нижчі відсоткові ставки небажані, а тому, що навіть з найефективнішим центральним банком реальною проблемою у структурі були обмеження у фіскальній політиці. Кілька років тому в одному аналітичному звіті продемонстрували, що політика ЄЦБ не набагато жорсткіша, ніж у ФРС, але економічні показники США стабільно кращі (див.: http://levyinstitute.org/pubs/wp_431.pdf).

Різниця полягає у фіскальній політиці: уряд США у Вашингтоні керує бюджетом, який становить понад 20 % від ВВП країни, і зазвичай зводить бюджет із дефіцитом у кілька процентів від ВВП. Натомість бюджет парламенту ЄС не сягає й 1 % від ВВП. Коли держави намагалися заповнити прогалини з дефіцитами зусиллями власних урядів, це створило проблеми, які ми бачимо в кризі євро.

На зростання дефіцитів та боргу ринки реагували збільшенням відсоткових ставок, розуміючи, що, на відміну від суверенних країн, таких як США, Японія чи Об'єднане Королівство, члени ЄМС — просто користувачі зовнішньої валюти. Прихильники ММТ тривалий час намагалися довести, що вони більше схожі на штати США. Америка уникає серйозних проблем певною мірою тому, що ринки зобов'язують кожен штат окремо мати збалансований бюджет, а Вашингтон полегшує їхнє життя фіскальними трансферами. І тому частка видатків державних бюджетів країн ЄМС, що йде на виплату відсотків за боргом, більша, ніж в американських штатів. Очевидно, такий вид бюджетних видатків — не найкращий фіскальний стимул для національних економік країн — членів ЄМС, адже багато видатків на сплату відсотків перетікає в кишеню іноземних власників боргу (тих, хто перебуває зовні країни-боржника).

Якщо збагнути інституційну слабкість ЄМС, неважко побачити й шляхи його посилення. Наприклад, розширити простір для фіскальної політики парламенту Європейського Союзу — скажімо, збільшивши його бюджет до 15 % від ВВП та дозволивши випускати боргові зобов'язання. Чи мають бути рішення про витрати централізованими — це питання політичне: кошти можна легко переказати в окремі держави з розрахунку на душу населення.

Насправді аналогічного результату можна досягнути і з ЄЦБ: змінити правила таким чином, щоб ЄЦБ міг купувати суверенні облігації членів ЄМС на загальну суму, що, наприклад, сягає максимум 60 % від ВВП Єврозони. Як покупець він має право встановити процентну ставку; найкраще було б надати ЄЦБ мандат щодо ціни викупу на рівні цільової

процентної ставки овернайт або з невеликою надбавкою до неї. Що ж до обсягу викупу суверенних облігацій, то ЄЦБ зможе визначати їх залежно від розміру економіки країни — члена ЄМС як частки в загальному ВВП Єврозони. Як альтернатива — можна розподіляти обсяги викупу поміж членами на підставі показника ВВП на душу населення.

Тут можливі різні варіанти. Наприклад, створити окремий фінансовий орган, що діяв би в межах ЄМС і мав фінансову підтримку ЄЦБ. Його завданням був би випуск боргових зобов'язань для викупу державного боргу окремих держав. Головне, щоб підтримка такого органу надходила з центру — щоб ЄЦБ підтримував його борг. Це утримуватиме процентні ставки на низькому рівні, нівелюючи такі фактори, як «ринкова дисципліна» і «замкнуті боргові кола», що виникають через стрімке зростання процентних ставок та брак централізованої підтримки. Якщо розширити кредитування членів ЄМС за певною формулою (наприклад, на душу населення), усі країни-члени Союзу отримають однакові процентні ставки.

Ці пропозиції технічно прості й водночас економічно обґрунтовані. Але політично вони складні. І що довше ЄС чекає, то важчими вони стають. Фінансові та економічні кризи посилюють негаразди і руйнівні тенденції в монетарному союзі, збільшуючи ймовірність подальшого його розпаду та наростання ворожнечі. А це, відповідно, перешкоджає реальному розв'язанню накопичених проблем і підвищує ризик повторення Великої депресії у версії «2.0» — тобто поєднання економічного занепаду й боргової дефляції Фішера, як це було в США 30-х років XX століття.

Чи можна врятувати Єврозону реформами?

Зараз неможливо передбачити, який шлях у реформуванні обере ЄМС. Є два очевидні рішення. Перше — досягти фіскального об'єднання. Друге — скерувати ЄЦБ на викуп боргів держав-членів. Як емітент євро ЄЦБ завжди може «дозволити собі» викупити державний борг — просто здійснивши бухгалтерську проводку за кредитом у своєму балансі на користь центральних банків країн-членів284.

Обидва ці рішення забезпечили б «досконаліший союз» і стали б суттєвим кроком у бік возз'єднання фіскальної влади Єврозони з її валютою. Відокремлення держави від її валюти створює непотрібні перешкоди для фіскальної політики, що майже напевно призводить до кризи. Єдиний виняток — держава, яка може підтримувати стабільний профіцит поточного рахунку платіжного балансу. Власне, тому Німеччина (ще) і не зіткнулася з кризою, хоч і відмовилася від своєї валюти на користь євро.

Тут ми повертаємося до секторальних балансів: якщо внутрішній приватний сектор прагне накопичувати чисті фінансові активи, а поточний рахунок збалансований в нуль, дефіцит державного бюджету повинен дорівнювати профіциту приватного сектору. Для ЄМС загалом стан поточного рахунку платіжного балансу не був проблемою (із часу запровадження євро ЄМС мав невеликий надлишок поточного рахунку або зрідка — невеликий

дефіцит). Але для окремих країн-членів Союзу ситуація складалася геть інакше: деякі з них мали істотний дефіцит поточного рахунку, і це означало, що такий дефіцит державного бюджету уряд підтримувати не здатен.

Й останній варіант — розпад ЄМС. Це могло б спричинити значний тимчасовий хаос. Відтак кожна країна — член ЄМС знову отримала б власну валюту285 і повернула простір внутрішньої економічної політики, що дало б змогу подолати економічні проблеми. Ми не можемо виключати кінець євро — покаже лише час.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: У чому переваги фіксованого обмінного курсу?

Відповідь: Перевага фіксованого курсу — це можливість усунути невизначеність, що виникає через коливання обмінного курсу валюти. Але нею можна скористатися, лише якщо ви справді вірите, що прив’язку можна підтримувати. Припустімо, ви переконані в цьому. Водночас недолік такого монетарного режиму в тому, що держава відмовляється від простору для внутрішньої економічної політики, адже їй потрібно буде координувати економічну політику з підтриманням прив’язки. Це величезна поступка. Підтримка прив’язки обмінного курсу може узгоджуватися з внутрішньою економічною політикою. Наприклад, ви хочете керувати своєю країною так, щоб максимізувати нетто-експорт (тобто профіцит зовнішньої торгівлі) і щоб ваш центральний банк акумулював валютні резерви. У цьому разі підтримання прив’язки сприяє досягненню цієї мети286. Однак експорт — це затрати, а імпорт — вигода: нетто-експорт означає, що ви тяжко працюєте, щоб виготовити товари, які споживатимуть іноземці (див. параграф 7.9). Знову ж таки, існує ймовірність, що така політика узгоджується з внутрішніми цілями. Скажімо, ви хочете розвинути виробничу потужність своєї економіки й гарантувати високу якість продукції, що відповідає стандартам і вимогам міжнародного ринку та має на ньому попит. Це вагома причина, чому Китай хотів стати експортером. Але нетто-експортер Китай мусить усвідомлювати недоліки такої політики: робітники виготовляють товари та послуги, яких їм не доведеться споживати. Ми не стверджуємо, що жодній країні не варто приймати прив’язку обмінного курсу: просто вони повинні розуміти відносні затрати від цього. Зрештою, прив’язки обмінних курсів приваблюють фінансових спекулянтів, які ставлять на те, що ви не зможете її втримати. Саме тому нерозумно прив’язувати обмінний курс, якщо у вас немає достатніх резервів іноземної валюти в центральному банку.

6.9. Валютні режими та простір економічної політики: висновки

Насамкінець ми розглянемо зв’язок між вибором режиму обмінного курсу валюти та рівнем незалежності внутрішньої економічної політики в результаті такого вибору. Перелік наведено від найбільшого рівня незалежності економічної політики до найменшого:

• Плаваючий обмінний курс, суверенна валюта > найбільший простір економічної політики; держава може «дозволити собі» все, що продається в її власній валюті. Жодного ризику дефолту в національній валюті. Інфляція та знецінення валюти можливі тоді, коли держава витрачає забагато.

• Регульоване плавання обмінного курсу, суверенна валюта > менший простір економічної політики; держава може «дозволити собі» все, що продається в її власній валюті, але має пильнувати впливи на обмінний курс валюти, адже економічна політика може спричинити тиск, який здатний вивести валюту за межі бажаного коридору обмінного курсу.

• Прив'язка обмінного курсу, суверенна валюта > найменший серед наведених варіантів простір економічної політики; держава може «дозволити собі» все, що продається в її власній валюті, але, щоб забезпечувати її прив'язку, повинна підтримувати достатні резерви іноземної валюти. Часто це жорстко обмежує простір внутрішньої економічної політики. Втрата резервів може закінчитися повним невиконанням зобов'язань (дефолтом) щодо конвертації суверенної валюти в іноземну за фіксованим обмінним курсом.

У всіх трьох режимах уряд дотримується одного операційного механізму, описаного в цьому посібнику: уряд витрачає, поповнюючи банківські рахунки, далі він оподатковує, здійснюючи проводки з дебету резервних рахунків банків, а також продає облігації, щоб запропонувати альтернативу з відсотками залишкам на резервних рахунках банків. Проте використання цих операцій для досягнення цілей внутрішньої економічної політики відрізняється залежно від режиму обмінного курсу.

З прив'язаною валютою держава може витрачати більше за умови, що хтось згоден продати щось за національну валюту, але держава може бути не готова вчинити так, бо побоюється, що її власна валюта вплине на обмінний курс (наприклад, у зв'язку з можливою втратою валютних резервів через імпорт).

Певна річ, щоб уникнути тиску на валюту, можна обмежувати внутрішню економічну політику навіть із плаваючим обмінним курсом. Але країна, де діє прив'язаний обмінний курс, може бути змушена оголосити дефолт через це зобов'язання; натомість країна з плаваючим курсом або регульованим «плаванням» — ні, адже вона не брала на себе цього зобов'язання.

Таким чином, обмеження сильніші за режим прив'язки обмінного курсу, оскільки будь-що, що викликає занепокоєння щодо здатності конвертувати суверенну валюту в іноземну за фіксованим курсом, автоматично викликає страх дефолту (власне, це тотожні явища). Страх може призвести до пониження кредитного рейтингу і зростання процентних ставок на ринку, ще дужче підвищуючи вартість обслуговування боргу. Весь державний борг, який утримується зовні, — це, по суті, вимога до резервів іноземної валюти держави у випадку конвертованої валюти (коли держава обіцяє конвертувати за фіксованим валютним курсом). Якщо стурбованість щодо здатності конвертувати зростає, тоді лише 100 % резервів для державного боргу гарантують, що ризику дефолту немає.

Внутрішні вимоги до держави, ймовірно, не матимуть такого значення, бо держава має певний контроль над внутрішніми резидентами: вона може, наприклад, підвищити податки й наполягати на платежах лише у внутрішній валюті. Чи може заборонити власному населенню конвертувати національну валюту в іноземну. Згадайте, як Сполучені Штати заборонили американцям конвертувати долари в золото, навіть коли там діяв золотий стандарт. Однак коли держава стикається із зовнішніми вимогами, вона може бути певна в їх задоволенні, лише якщо має для них 100 % валютних резервів.

* * *

237

У таких випадках прийнято застосовувати складніший термін, який використовують макроекономісти, — «профіцит поточного рахунку платіжного балансу».

238 Доходи, які громадяни та суб'єкти господарювання одержують за кордоном і перераховують до власної країни. У платіжному балансі реєструються зустрічні потоки факторних доходів, тобто вхідний потік, який означає, що національні суб'єкти заробляють доходи за межами країни, та вихідний потік — коли йдеться про доходи, що заробляють іноземні суб'єкти в цій економіці.

239 Щодо цього є кілька відомих і доволі влучних висловів. Один із них належить Аланові Ґрінспену: «Прогнозування обмінного курсу валюти таке ж точне, як і прогнозування шляхом підкидання монети» (див.: http://www.bis.org/review/r041125a.pdf).

240 «Золоті жуки» (англ. gold bugs) — особи, які вбачають у золоті найнадійніший фінансовий актив від (як їм здається) неминучої гіперінфляції.

241 Близько 2000 років до н. е.

242 У біблійному значенні — рік, коли закінчується сьомий семирічний цикл (тобто кожні 49 років), протягом якого прощаються всі борги.

243 Марґарет Етвуд — канадська поетеса.

244 Леслі Курк — професорка факультету греко-римської античності Університету Каліфорнії (Берклі).

245 У театр, кіно, на спортивний матч тощо.

246 Тодішні аналоги сучасних державних податкових адміністрацій.

247 Тобто країна проводить економічну політику, що підтримує стабільний обмінний курс національної валюти проти іноземної валюти або проти золота.

248 Під час підготовки другого видання посібника і до його публікації економічна політика Китаю (до грудня 2014-го включно) була спрямована на стримування укріплення національної валюти юаня до долара США. З початку 2015 року тенденція змінилася на протилежну: на час підготовки українського перекладу посібника Китай стримував зниження обмінного курсу.

249 Станом на 31 березня 2017 року офіційні валютні резерви Китаю нараховували 3001 трлн доларів США (хоча ще у червні 2014-го ця сума становила 3993 трлн доларів США). Це найбільший обсяг резервів іноземної валюти серед усіх країн світу.

250 У цьому реченні автор випустив важливе уточнення — «рідкісні винятки».

251 За розміром ВВП за поточними обмінними курсами валют. Наприклад, за підрахунками агенції «Блумберґ», це станеться приблизно у 2026 році (див.: https://www.bloomberg.com/graphics/2016-us-vs-china-economy/).

252 На фінансових ринках термін «позиція» означає здійснену інвестицію на певну суму коштів. Позиція може бути «довга» або «коротка». У першому випадку ідея інвестиції полягає в розрахунку, що ринкова вартість цінного паперу, в який інвестовано кошти, зростатиме. І навпаки, якщо позиція «коротка», інвестиційний менеджер очікує зниження ринкової вартості цінного паперу, в який здійснено інвестицію. Очевидно, що позиція Мослера була «довга».

253 Деривативна прив’язка означає непряме володіння тим чи іншим цінним папером, тобто не напряму, а через деривативний цінний папір.

254 Наголосимо, що в 1998 році уряд Росії «відпустив» рубль, тобто відмовився від його прив’язки до долара США, лише на певний проміжок часу. Згодом монетарний режим повернувся до прив’язки обмінного курсу російського рубля до американського долара, а згодом і до кошика двох валют — долара США та євро.

255 Білл Мітчелл — професор економіки Університету Ньюкасла (Австралія), один із розробників ММТ, автор книжки «Сучасна монетарна теорія: Вступ» (2016).

256 У той час рецесія в економіці України була глибша.

257 Тобто проводити таку економічну політику, що дозволяє не скорочувати видатків державного бюджету, передбачає толерантне ставлення до зростання дефіциту державного бюджету і, як варіант, деяке збільшення видатків.

258 Логіка центрального банку Угорщини була така: вища ставка за активами у форинтах забезпечувала дохідність, що переважала дохідність за активами в інших

юрисдикціях, і це мало створити попит на форинт на валютному ринку з боку зацікавлених іноземних інвесторів.

259 У деяких випадках плаваюча процентна ставка може бути і є умовою договору про надання банківського кредиту. За таких обставин боржник сплачує кредиторові за обслуговування кредиту не за фіксованою процентною ставкою, а за тією, що актуальна на поточний момент.

260 Ситуація, в якій опиняються уряди країн, що мають борги в іноземній валюті через колишні позики та / або підтримують монетарний режим, який де-факто прив’язує обмінний курс власної валюти до золота або іноземної валюти.

261 Іншим таким експериментом був радянський карбованець (або радянський рубль), який символізує брутальну та, зрештою, невдалу спробу керувати економіками радянських республік без національних валют. Це не слід розглядати як ознаку можливого краху монетарного союзу ЄС. Навпаки, завдяки демократичним інституціям ЄС, швидше за все, відбудеться належне реформування цього об’єднання, яке зрештою лише його підсилить.

262 В Україні цей монетарний режим зазвичай називають «стабільністю».

263 Це припущення автора не справдилося, адже на момент виходу 2-го видання посібника з ММТ у вересні 2015 року Греція зберегла своє членство у ЄМС. Але два роки потому, у 2017-му, внутрішні політичні баталії, зокрема у Франції та Італії, про можливий вихід з ЄМС тільки посилилися. Цілком можливо, що ця проблема знову постане перед Грецією в майбутньому, якщо в ЄС не відбудуться потрібні реформи його монетарного устрою.

264 Див.: https://www.ecb.europa.eu/ecb/premises/intro/html/index.en.html.

265 Обслуговувати борг означає здійснювати як процентні платежі, так і платежі з погашення номіналу боргу (частинами або одноразово під час остаточного розрахунку за боргом).

266 Таким чином, платежі з погашення номіналу боргу зараховуються не до витрат штату за «поточним рахунком», а до «фінансового рахунку».

267 Рейтинг здатності позичальника щодо належного (вчасного) обслуговування свого боргу перед кредиторами.

268 S&P, Moody’s або Fitch.

269 Округ Орендж (Каліфорнія) допустив дефолт за своїм випуском облігацій на суму 110 млн доларів США 9 грудня 1994 року. Див.: http://www.nytimes.com/1994/12/09/business/a-default-by-orange-county.html.

270 1 липня 2016 року Пуерто-Рико — територія, що перебуває під юрисдикцією США на правах самоуправління; використовує долар США як власну грошову одиницю та випускає в ній борги, — оголосила дефолт за власним випуском облігацій, номінованим у доларах США. Загальний обсяг державного боргу на дату дефолту становив близько 70 % від ВВП країни. Див.: http://money.cnn.com/2016/07/01/investing/puerto-rico-defaults-general-obligation-bonds/.

271 Механізм валютного коридору полягає в дотриманні таких монетарних умов у країні, коли обмінний курс національної валюти підтримується на стабільному рівні відносно іноземної валюти (наприклад, долара США). Ключовий (але не єдиний) спосіб досягти успішності такого механізму — забезпечувати резервами іноземної валюти центрального банку країни щонайменше 100 % покриття монетарної бази. Іншими словами, це прив’язка власної валюти до іноземної.

272 Економічна одиниця — це суб’єкт господарювання або домогосподарство.

273 Вимоги щодо сплати податків.

274 Тобто державний сектор випускає власні IOU.

275 Дефіцит державного бюджету за певний період (наприклад за рік) призводить до таких змін в агрегованому балансі банківського сектору, і їх можна представити як одну агреговану бухгалтерську проводку: дебет — резервні / кореспондентські рахунки в центральному банку, кредит — поточні рахунки отримувачів бюджетних коштів.

276 Йдеться про дохідності суверенних облігацій країн PIIGS, які зростали через зниження ринкових цін за цими облігаціями, адже серед їхніх інвесторів поступово вкорінювалась думка про негативні перспективи урядів цих країн. Фактично дохідність будь-якої облігації рухається в протилежному напрямку від ринкової ціни на неї.

277 А це, відповідно, дуже часто призводить до ще більшого занепокоєння серед держателів суверенних облігацій та зниження суверенного кредитного рейтингу в рейтингових агентствах.

278 Вимірюється у відсотках як співвідношення обсягу державного боргу до ВВП країни.

279 «Суверенні» в монетарному сенсі — тобто держави, що випускають власну валюту й підтримують її плаваючий обмінний курс (не конвертуючи її в іноземну валюту за заздалегідь обумовленим курсом).

280 Банки — члени ФРС США — це аналоги комерційних банків в Україні, які мають банківську ліцензію центрального банку та кореспондентський (резервний) рахунок у ньому.

281 Його слід трактувати і як формальне пониження кредитного рейтингу в спеціалізованих рейтингових агентствах (S&P, Moody’s, Fitch), і як пониження цін на суверенні облігації урядів цих країн.

282 Пакт стабільності та зростання є невід’ємною частиною Європейського Союзу і впроваджує принципи дотримання в його країнах обмежень щодо дефіциту державного бюджету та рівня державного боргу.

283 Ідеться про вибори 2012 року та партію СІРІЗА, яку називають партією лівих радикалів, та її лідера Алексіса Ципраса. На виборах 2012 року партія Ципраса отримала другий результат, але з істотною часткою голосів 27 %, однак відмовилася ввійти в коаліцію. На наступних виборах у 2015 році партія набрала близько 36 % голосів та очолила уряд.

284 Європейський Союз зараз іде саме другим шляхом. У січні 2015 року ЄЦБ розпочав реалізацію програми кількісного пом’якшення (з викупу активів, зокрема суверенних облігацій країн-членів Союзу) на суму 1,1 трлн євро. У березні 2016-го програму було подовжено, а щомісячний обсяг цінних паперів для викупу збільшено з 60 до 80 млрд євро. Крім того, до програми викупу додано корпоративні облігації. Передбачається, що програма діятиме до грудня 2017 року.

285 Відновила б свій монетарний суверенітет.

286 Тут слід зазначити, що підтримка стабільного обмінного курсу може максимізувати профіцит зовнішньої торгівлі в разі конкурентоспроможності валюти. Часто-густо економіка опиняється в такому стані, коли її валюта втрачає конкурентоспроможність, і тому подальша підтримка фіксованого обмінного курсу не допоможе нарощуванню валютних резервів центрального банку через профіцит зовнішньої торгівлі. Якраз навпаки, у разі неконкурентності валюти зростання дефіциту зовнішньої торгівлі і ризик втрати валютних резервів для центрального банку доволі ймовірні. Конкурентоспроможність валюти визначається математично через так званий реальний ефективний обмінний курс (РЕОК), або валютний аналіз, побудований на валютних індексах (див.: https://www.icu.ua/uk/research/currency-indices).

7. Монетарна та фіскальна політика для суверенних валют: що повинен робити уряд?

У цьому розділі ми звернемося до питання, що повинен робити уряд. І розглянемо лише суверенний уряд, який випускає власну валюту й дотримується плаваючого обмінного курсу. Із попередніх розділів має бути зрозуміло, що нас цікавить приклад держави, яка не стикається з обмеженням доступності. Режим плаваючого обмінного курсу дає найбільший простір для внутрішньої економічної політики; країни з фіксованим чи прив'язаним обмінним курсом можуть мати значно менший простір, що залежить від їхніх внутрішніх обставин.

Також ми проаналізуємо альтернативні погляди на належну роль уряду — за умови, що уряд може «дозволити» собі все, що продається в його власній валюті. Спочатку ми розглянемо п'ять причин, чому урядові витрати мають бути обмежені. Потім порівняємо і протиставимо типові «консервативні» та «ліберальні» погляди на можливості урядів (ці терміни вжито в загальноприйнятому в Сполучених Штатах значенні). Ліберальні погляди у США ближчі до прогресивних, соціально-демократичних, «лівих» поглядів у Європі; натомість консервативні — ближчі до так званих ліберальних або навіть неоліберальних поглядів поза межами Сполучених Штатів).

7.1. Те, що уряд може дозволити собі витрати, не означає, що уряд повинен їх збільшити

Розуміння того, як уряд здійснює витрати, приводить до висновку, що питання доступності — справді не проблема, бо уряд завжди може собі дозволити «натискати на клавіші», щоб здійснити які завгодно витрати. Але це не означає, що уряд повинен це робити. Нижче наведено кілька закономірних причин для стримування урядових витрат:

• Занадто високі витрати уряду створюють ризик інфляції.

• Занадто високі витрати уряду можуть чинити тиск на обмінний курс.

• Занадто високі урядові витрати можуть залишити обмаль ресурсів для забезпечення приватних інтересів287.

• Уряд не повинен робити все — це негативно впливатиме на стимули в економіці.

• Під час складання бюджету перевагу може бути віддано розробці та оцінці саме урядових проектів.

Уявімо, що уряд вирішив організувати експедицію на Плутон, а для цього створити нові робочі місця та найняти 1000 науковців — спеціалістів із ракетно-космічних технологій. Перше зауваження: чи вдасться знайти 1000 достатньо кваліфікованих працівників із потрібними навичками? Навіть якщо уряд може дозволити собі такий план витрат, це ще не означає, що він здатен виконати своє завдання, якщо буде замало ресурсів. Уряд завжди стикається з обмеженням щодо наявності «реальних ресурсів». У зв'язку з цим постає інше питання: чи відповідають меті програми наявна інфраструктура, технології та знання? Це, безумовно, важливо. Припустімо, ці умови виконуються.

Друге зауваження стосується конкуренції з альтернативними можливостями використання ресурсів, що також називають фактором «альтернативної вартості». Якби ті 1000 спеціалістів у ракетно-космічній галузі були безробітні, альтернативна вартість їх прийняття на роботу була б дуже низька або нульова. (Або, наприклад, якби вони були не працювали й сиділи вдома з дітьми, нульовою альтернативною вартістю їх прийняття на роботу була б вартість дитсадка чи оплата послуг няні. Можна зробити висновок, що альтернативна вартість насправді не дорівнює нулю, але для безробітних людей вона дуже низька порівняно з перевагами, які можна отримати на бажаній роботі).

Значно важливіше те, що багато або більшість цих спеціалістів уже працюють або в приватному секторі, або на інших державних проектах. Через те, що суверенний уряд не обмежений у витратах, то може виграти у приватного сектору конкурентну війну щодо зарплат — якщо, звісно, цього захоче. У цьому випадку зарплати фахівців у ракетно-космічній галузі піднімуться так високо, що підприємці або наймуть працівників з іншою кваліфікацією, або взагалі закриють свої підприємства. Наслідки для підприємницького сектору будуть доволі відчутні — більші витрати на зарплатню, вищі операційні витрати й можливе погіршення виробництва в секторах, де залучені такі науковці або інші працівники, які здатні певною мірою їх замінити (можливо, деякі інженери мають такі самі знання, тож підприємства підвищать і їхні зарплати). Тож місія на Плутон може призвести до утворення «вузьких місць» (відносних дефіцитів за ключовими ресурсами) і до (дещо обмежених) стрибків цін. Таким чином, в альтернативній вартості найму спеціалістів із ракетно-космічних технологій державна економічна політика має оцінювати їхній перехід з інших місць працевлаштування.

До того ж масштабна урядова програма автоматично створює широкий фронт у конкурентній ціновій війні з недержавним сектором за робочу силу та інші ресурси, і тому можливий побічний ефект — збільшення решти зарплат та цін. Наприклад, під час великої війни, такої як Друга світова, уряд не лише мобілізує працівників до лав армії, а й переорієнтовує інші ресурси на виробництво воєнних товарів. Але якщо не контролювати кількість товару, ціни й зарплати, цілком можлива цінова та зарплатна інфляція. Зауважте, що для цього навіть не потрібна велика війна. Якщо урядові витрати підштовхують економіку до повної зайнятості (або навіть до дефіциту робочої сили), цілком імовірно, що це призведе до підвищення інфляції і без війни.

Високий рівень зайнятості й доходу за деяких обставин може також спричинити торговельний дефіцит (внутрішній попит на імпорт зростає стосовно іноземного попиту на експорт — про це йшлося в попередньому розділі). А це часто тисне на обмінний курс національної валюти (хоча кореляція між торговельним дефіцитом та знеціненням валюти не очевидна).

Тому, хоч уряд і може збільшувати витрати, спочатку треба зважити всі наслідки від використання ресурсів, які могли би бути задіяні деінде, і також можливий вплив на ціни та обмінний курс.

Є й інші причини обмежувати урядові витрати. Наприклад, консерватори часто твердять, що соціальні видатки державного бюджету впливають на економічні стимули. Високі соціальні стандарти можуть означати, що населенню насправді не потрібно працювати, бо досить добре живеться й за державні кошти. Або ж якщо уряд надає фінансову підтримку приватним компаніям, що стикаються з фінансовими труднощами, це може заохотити менеджерів інших приватних компаній іти на надмірні ризики, адже вони знають, що все одно держава компенсує збитки. Також корупційний уряд може фінансувати програми «друзів і сім'ї», але відмовляти у фінансуванні більш конкурентоспроможних програм — те, що часто називають «клановим капіталізмом». Тобто можливі складні й навіть небажані наслідки державних програм.

Потрібно проаналізувати вплив на приватний сектор. Що більше ресурсів переводиться з приватного користування в суспільне, то більша ймовірність отримати роздутий державний сектор і замалий приватний сектор. Навіть якщо ресурси призначені для суспільних потреб, все одно потрібно залишати достатньо для реалізації приватних інтересів та цілей. Певна річ, це питання не лише економічне (див. наступний параграф).

Усе це потрібно брати до уваги під час розробки урядової програми; закономірно, що негативні наслідки викликають занепокоєння щодо величини видатків, але не через можливу неплатоспроможність, а радше через побічні ефекти (або, як сказав би Дональд Рамсфелд288, «невідомі невідомі») урядових програм.

Нарешті, уряди повинні використовувати процес бюджетування (і вони насправді його широко використовують) — форму взятих на себе обмежень. Зазвичай обрані представники суспільства визначають суму коштів, яку витратять на певний проект. Далі керівник проекту відповідає за його закінчення в межах виділеної бюджетним процесом суми коштів. Якщо на програму витратили більше коштів, ніж було виділено, — це ознака поганого менеджменту. Процес бюджетування також допомагає зменшити фактори затягування з виконанням програми, що розширюють проект у часі та обсязі й посилюють владу його менеджерів та їхній престиж. Іншими словами, процес бюджетування — це ефективний механізм контролю й оцінювання державних проектів. Так, уряд може завжди дозволити собі витрачати більше, але процес бюджетування пропонує життєздатний інструмент суспільної відповідальності.

Насамкінець підкреслимо, що хоча суверенний уряд вільний від обмежень у питанні доступності ресурсів, які продаються за його валюту, це не означає, що він повинен витрачати без обмежень. Як ми

покажемо в наступному параграфі, метою державних видатків має бути саме досягнення суспільної мети.

7.2. «Вільний» ринок та суспільна мета

Домашні господарства та суб'єкти господарювання в капіталістичній економіці ухвалюють багато важливих економічних рішень, що впливають на рівень зайнятості та виробництва, структуру цього виробництва, розподіл доходу і на ціни, за якими продаються вироблені товари та послуги.

Інколи лунають твердження, начебто економіка «вільного ринку» складається з індивідуальних суб'єктів, які керують лише власними інтересами і можуть діяти «узгоджено», тільки якщо ними керує «невидима рука ринку». Навіть якщо сучасні капіталістичні економіки називають «ринковими», потрібно визнати, що економічна діяльність відбувається й поза ринком. Наприклад, багато операцій здійснюється в межах самих домогосподарств, великих родин або в межах певних соціальних груп. Батьки (переважно) піклуються про своїх дітей без грошової компенсації та без втручання «ринкових сил». Як давно довів економіст Рональд Коуз289, організація виробництва в компанії — це, за своїм задумом, спроба зменшити роль ринку, щоб збільшити ефективність компанії. Структура промисловості — зокрема вертикальна та горизонтальна інтеграція — теж своєрідне намагання уникнути впливу ринкових сил. Профспілки й управління компанії замінюють ринкові сили переговорами одне з одним та укладенням колективних договорів щодо робочого часу, розміру оплати та інших деталей.

Таким чином, висновок про подібність капіталістичних економік до «економік з вільними ринками», як про це розповідають у підручниках із макроекономіки, — надто загальний. Ще більше віри потрібно, щоб прийняти переконання, ніби уряд можна усунути, й тоді «невидима рука ринку» приведе наші реальні економіки в стан рівноваги.

Насправді економісти переконливо довели ще в 1950-х роках, що умов, за яких навіть украй спрощені економіки могли б досягти таких результатів (тобто стану рівноваги), в сучасному світі не існує. Науково не обґрунтовано, що «вільний ринок» — найкращий. (Це, звісно, не доводить, що «невидима рука» не працює — ми просто цього не знаємо, — але ми повинні зберігати скептицизм щодо такої можливості).

У будь-якому разі твердження, ніби вільний ринок найкращий (навіть якщо це так для якоїсь гіпотетичної країни), не працює для реальних сучасних капіталістичних економік.

Це тому, що всі сучасні капіталістичні економіки «змішані»: вони складаються як із великих корпорацій (зокрема транснаціональних), так і з профспілок та великих урядів (наприклад, федеральний уряд США — найбільший у світі покупець). Фізичні та юридичні

особи працюють у соціо-політико-культурно-економічних структурах, які щось дозволяють і водночас в чомусь обмежують. Іноді мета домогосподарств та корпорацій збігається із так званою суспільною, хоча зазвичай вони суперечать одна одній. У цьому параграфі ми поговоримо про суспільну мету та про роль уряду в намаганні співвіднести приватні інтереси із суспільною метою.

Що таке суспільна мета? Насправді її не так легко визначити. Одне з найперших завдань будь-якої соціальної організації — забезпечити їжею, одягом, житлом, освітою та медициною, задовольнити правові й широкі соціальні потреби для виживання суспільства. І хоч це посібник з макроекономіки, зауважимо, що чітко розмежувати об'єкт економіки та інших соціальних наук, які вивчають соціальні процеси, неможливо. Ми зазвичай думаємо, що економіка — основне питання, яким опікуються соціальні організації, завдання яких — забезпечити матеріальними засобами для виживання: їжею, одягом, житлом тощо. Проте в усіх аспектах економіка «інтегрується» із соціальними питаннями, вона не лише впливає, а й сама перебуває під впливом культури, політики та соціальних інституцій. Навіть якщо ми погоджуємося, що будь-яка успішна економічна система має виробляти достатньо їжі для свого населення, все одно залишається багато відкритих питань. Яка саме їжа? Як її потрібно виробляти? Як розподіляти? Яку кількість вважати «достатньою»?

До того ж не існує суспільств, які складалися б з людей та соціальних груп, що завжди знаходять спільну мову. Завжди є якісь конфліктні твердження та цілі, які потрібно узгоджувати. Не існує єдиної очевидної суспільної мети, якої прагне досягти кожен член суспільства. Навіть якщо можна визначити поточні спільні цілі, вони все одно зміняться, бо змінюються думки та сподівання окремих людей. Суспільна мета — це поняття, що еволюціонує. Національний уряд повинен відігравати важливу роль у суспільстві, бо він допомагає визначити суспільну мету і встановити соціальну структуру між індивідуумами та групами, яка працюватиме на досягнення соціальних (приватних та суспільних) цілей. Довго побутувала думка, що для цього найбільше підходить демократичний уряд. Але нині навіть не ясно, якої форми має набути демократія.

Як підсумок наведемо три важливі тези. По-перше, суспільна мета — це широке поняття, що завжди еволюціонує. Воно змінюється залежно від часу та місця. Суспільна мета — це, по суті, прогресивний (в Америці це називають «ліберальний») план, завдання якого — постійно вдосконалювати матеріальний, соціальний, фізичний, культурний та психологічний добробут усіх членів суспільства. Її природна властивість — завжди прагнути досконалості, адже кінцевої точки досягти неможливо, бо межі поняття постійно розширюються.

По-друге, національний уряд поряд із міжнародними організаціями повинен відігравати важливу роль у формуванні нашого бачення, яким суспільством ми хочемо стати. Крім цього, влада на всіх рівнях має брати на себе ініціативу й розвивати різні інституції, встановлювати правила поведінки й санкції проти неприйнятних дій, щоб суспільство могло рухатися до поставленої мети.

Це підводить нас до третьої тези: все дуже дискусійно. Цілком можливо, що деякі цілі суперечать іншим, адже досягнення однієї

може ускладнити досягнення іншої. Зацікавлені групи всередині суспільства можуть вести жорстку боротьбу проти урядової політики, що покликана досягати поставлених цілей.

Очевидно, що всі ці твердження виводять нас далеко за межі макроекономіки, на терени таких наук, як політологія, соціологія, релігієзнавство, культурологія, а також у сферу ідеології. Загалом консерватори тяжіють до вузького визначення суспільної цілі, прагнучи встановити для уряду обмеження. Натомість, на думку лібералів, уряд повинен відігравати набагато більшу роль у забезпеченні суспільних потреб. Хоча макроекономіка і може пролити більше світла на це питання, вона не здатна дати переконливу та вичерпну відповідь.

Далі ми поговоримо про консервативний підхід до ММТ австрійської школи економіки (див. параграф 8.7). Ми побачимо, що ММТ чудово узгоджується з економікою, в якій уряд відіграє незначну роль і погляд на «суспільну мету» доволі вузький. Такий підхід не використовується в цьому посібнику, але загалом він відповідає ММТ. Це важливе зауваження. Сама по собі ММТ не підтримує ані правої позиції, ані лівої. З одного боку, ММТ — це просто опис. Але якщо ММТ підкріпити ліберальними поглядами на суспільну мету або якщо, окрім суспільної мети, говорити про такі речі, як «повна зайнятість та цінова стабільність» чи навіть просто «економічна стабільність», тоді теорія може допомогти досягнути суспільних цілей, швидко відкинувши на задній план переконання, ніби уряд не може «дозволити» собі такої економічної політики.

7.3. Функціональні фінанси

У 40-х роках XX століття Абба Лернер запропонував свій підхід функціональних фінансів до провадження економічної політики. Він сформулював два принципи.

Перший принцип: якщо внутрішній дохід надто низький, уряд повинен витрачати більше (це стосується податків). Безробіття — достатній індикатор такого стану: якщо існує безробіття, то урядові витрати занизькі (або податки зависокі).

Другий принцип: якщо внутрішня процентна ставка надто висока, то, щоб її знизити, уряд повинен забезпечити економіку більшою кількістю «грошей» у формі банківських резервів.

Ідея доволі проста. Уряд, який емітує плаваючу національну валюту, має свободу в проведенні фіскальної та монетарної політики, а відповідно може витрачати стільки, скільки потрібно, щоб досягти повної зайнятості та встановити цільовий рівень процентної ставки на бажаному рівні. Для суверенної держави питання «доступності» витрат не становить якоїсь проблеми; вона витрачає шляхом збільшення банківських рахунків власними IOU, тобто тим, що в неї ніколи не скінчиться. Якщо в

країні існує проблема безробіття, суверенний уряд завжди може найняти непрацевлаштованих, які насправді завжди готові працювати за гроші.

Лернер розумів: це не означає, що уряд може витрачати досхочу, адже високі витрати все одно призведуть до інфляції (як ми вже казали, ні ММТ, ні підхід функціональних фінансів не стверджують, що урядові витрати не впливають на обмінний курс). Коли на початку 1940-х років Лернер уперше представив теорію функціональних фінансів, інфляція не була найбільшою проблемою; США тоді переживали дефляцію після Великої депресії. Проте з часом інфляція стала викликати серйозне занепокоєння, і, щоб її обмежити, Лернер запропонував контролювати ціни та зарплати. На його думку, це мало наблизити економіку до стану повної зайнятості. Та зараз нас не цікавить, чи справді б це ослабило інфляційні процеси в ефективний і бажаний спосіб. Важливо те, що Лернер стверджував, що уряд повинен використовувати свою купівельну здатність, щоб рухати економіку до повної зайнятості, при цьому вживаючи заходів для боротьби з інфляцією.

Лернер відкидав поняття «здорових фінансів» — тобто твердження, що уряд має керувати своїми фінансами так, як це роблять домогосподарства чи підприємства. Він не бачив жодної необхідності в намаганнях уряду збалансувати свій бюджет — щороку, протягом економічного циклу чи взагалі коли-небудь. На думку Лернера, підхід «здорових фінансів» (бюджетне балансування) не «функціональний»; він не допомагає досягти суспільної мети (наприклад, повної зайнятості). Якщо бюджет уряду випадково збалансувався — нехай. Якщо він ніколи не збалансовується — це теж добре. Лернер відкидав і будь-які спроби утримувати рівень бюджетного дефіциту нижче певного порогового співвідношення із ВВП; те саме стосується довільного рівня державного боргу щодо ВВП, який визначається як пороговий показник. На його думку, повної зайнятості можна досягти лише з «правильним» дефіцитом державного бюджету.

Відповідно, «правильний» рівень державного боргу — це той, що допомагає досягти бажаного цільового рівня процентних ставок. (Таке бачення контрастує з традиційними поглядами про «стійкість» бюджетного дефіциту та рівня державного боргу, про що ми говорили раніше). Це твердження випливає з другого принципу функціональних фінансів: якщо уряд випускає забагато облігацій, він, крім того, мусить випускати обмаль резервних грошей та готівки. Щоб вийти із ситуації, державне казначейство (чи міністерство фінансів) та центральний банк будуть змушені припинити продаж облігацій, а центральному банку доведеться активізувати на відкритому ринку власні операції з викупу державних облігацій у недержавного сектору (що збільшить банківські резерви через бухгалтерські проводки з кредиту резервних рахунків комерційних банків у центральному банку). Це понизить процентну ставку овернайт на ринку резервних грошей, адже комерційні банки тепер матимуть більше резервів, а громадяни — більше готівки.

Власне, відповідно до другого принципу, уряд повинен дозволити комерційним банкам, домогосподарствам та корпоративному секторові досягнути балансу в сукупному портфелі активів недержавного сектору між обсягом «грошей» (резервних грошей та готівки) й державних облігацій. Звідси випливає, що продаж державних облігацій — це насправді не операція запозичення, за допомогою якої уряд здійснює бюджетні витрати

з дефіцитом. Частиною монетарної політики радше може бути продаж облігацій, завдання якого — допомогти центральному банку досягти цільового рівня процентних ставок. Усі ці твердження відповідають сучасним поглядам на гроші, описаним у попередніх параграфах.

Блок: Версія функціональних фінансів Мілтона Фрідмана:пропозиція з інтеграції фіскальної та монетарної політики

На тлі сучасної загальноприйнятої думки, що бюджетні дефіцити створюють загрозу, погляди Лернера видаються дещо радикальними. Несподівано, але свого часу вони зовсім такими не були. Як відомо, Мілтон Фрідман був консервативним економістом і затятим противником «великого уряду» та кейнсіанської економічної теорії. Ніхто не мав таких визначних наукових напрацювань на тему обмеження фіскальної і монетарної політики, як Фрідман. Ще в 1948 році він висунув пропозицію, що була майже ідентичною Лернеровій теорії про функціональні фінанси. Усе це свідчить, як далеко сучасні дискусії відійшли від чіткого розуміння простору для економічної політики, доступного суверенному урядові. А також показує, що ідеї Лернера, очевидно, були на слуху, й економісти — прихильники різних політичних сил — ділилися ними між собою. Далі ми звернемося до роздумів Пола Самуельсона, який аргументує нинішню плутанину навколо фіскальної та монетарної політики. Як дає зрозуміти Самуельсон, така плутанина була створена навмисне, щоб надати цій сфері певної містики.

Якщо коротко, то в 1948 році Мілтон Фрідман опублікував статтю під назвою «Монетарна та фіскальна концепція економічної стабільності», в якій запропонував урядові дотримуватися збалансованого бюджету лише в разі повної зайнятості, а під час економічних спадів та підйомів — дефіцитів та профіцитів відповідно. Немає сумнівів, що більшість економістів на початку післявоєнного періоду поділяли цю думку. Та Фрідман пішов далі, і його формулювання майже повністю відповідають підходу функціональних фінансів Лернера. Так, на думку Фрідмана, всі державні витрати мали б оплачуватися через випуск державних грошей (як готівкової валюти та безготівкових резервних грошей на рахунках комерційних банків у центральному банку); коли податки сплачено, ці гроші підлягають «знищенню» (так само, як ви розриваєте свої IOU, коли вам їх повертають). Таким чином, бюджетні дефіцити спричиняють чисте створення грошей. Бюджетні профіцити призводять до чистого скорочення або вилучення грошей.

Фрідман запропонував поєднати монетарну та фіскальну політику, використовуючи бюджет уряду, щоб контролювати емісію грошей у протициклічний спосіб. (Він також пропонував скасувати створення грошей приватними (комерційними) банками, зобов’язавши їх до 100 %-го резервування. Цю ідею він запозичив в Ірвінґа Фішера290 та Генрі Саймонса291, які сформулювали її ще на початку 30-х років XX століття. Відповідно до його пропозиції, приватні комерційні банки не мали права на чисте створення грошей. Вони б розширили постачання банківських грошей, лише накопичивши резерви грошей, які випустив уряд. Тут ми опустимо частину пропозицій Фрідмана, сформульованих у його статті. Але в разі схвалення всіх його пропозицій між дефіцитом державного бюджету та створенням грошей було б забезпечено зв’язок «один до одного»). Підхід Фрідмана різко контрастує з пізнішими традиційними поглядами (такими як ті, що пов’язані з моделлю IS-LM292, докладно пояснюваною в підручниках

із макроекономіки), які розглядають монетарну та фіскальну політику крізь призму «дихотомії». Пізніше Фрідман заперечував зв'язок між фіскальною та монетарною політикою, доводячи, що центральний банк повинен контролювати грошову пропозицію. Та принаймні в праці 1948 року він чітко пов'язує їх, що відповідає підходові Лернера.

Фрідман вірив, що його пропозиція віддасть у руки уряду потужну контрциклічну силу, яка допоможе стабілізувати економіку, адже фіскальна та монетарна політики діють сукупно: за безробіття — дефіцити та нетто-створення грошей, а за повної зайнятості — профіцити та нетто-знищення грошей. Крім того, його план контрциклічного стимулювання складений за правилами, а не відповідно до дискреційної політики; він діятиме автоматично, швидко і завжди на належному рівні. Як відомо, пізніше Фрідман прославився своєю недовірою до дискреційної політики, віддаючи перевагу «правилам», а не «владним інституціям». Праця 1948 року обстоює прив'язування політики до правил, що автоматично стабілізують випуск продукції та зайнятість на майже максимальному рівні.

Як ми бачимо, план Фрідмана досить близький до опису того, як економічні процеси відбуваються в суверенній державі. Витрачаючи, уряд створює «грошову базу» — зараховує резервні гроші (бухгалтерські проводки з кредиту) на резервні, або кореспондентські, рахунки комерційних банків у центральному банку. Коли уряд оподатковує, то знищує «грошову базу», списуючи (здійснюючи бухгалтерські проводки з дебету) резервних грошей з рахунків банків у центральному банку. Дефіцит обов'язково стає причиною нетто-вливань резервів у банківську систему — того, що Фрідман називав створенням грошей.

Найчастіше суспільство переконане, що уряд фінансує свої витрати через податки і що дефіцит змушує уряд позичати назад свої гроші, щоб мати змогу витрачати. Однак будь-який ґрунтовний аналіз балансового ефекту фіскальних операцій покаже, що Фрідман (як і Лернер) не помилявся: уряд витрачає, створюючи гроші «натисканням кнопок» у своїй комп'ютерній системі, коли здійснює бухгалтерські проводки із зарахування коштів на баланси суб'єктів недержавного сектору економіки.

Але якщо це так, чому нам не вдається підтримувати повну зайнятість? Проблема в тому, що автоматичні стабілізатори не достатньо сильні, щоб нівелювати коливання приватного попиту. Зауважте, що, на думку Фрідмана, дефіцит і, відповідно, випуск чистих грошей триватимуть доти, доки економіка функціонуватиме нижче повної зайнятості. Знову ж таки, такий підхід досить близький до погляду Лернера на функціональні фінанси і, як ми вже говорили, в ранні післявоєнні роки був загальноприйнятим серед економістів. Але сьогодні майже ніхто з поважних економістів чи політиків не погоджується з цією думкою: вони переконані, що це спричинить інфляцію і / або виснажить бюджет. Такий нині плачевний стан економічної освіти.

У пропозиції Фрідмана розмір бюджетних витрат уряду визначався тим, що, на думку населення, має забезпечувати уряд. Відповідно, ставки податків встановлювалися б таким чином, щоби балансувати бюджет лише за повної занятості. Очевидно, що це узгоджується з підходом Лернера: якщо існує безробіття, урядові потрібно більше витрачати, не переймаючись питанням, чи це генерує бюджетний дефіцит.

Загалом, відповідно до пропозиції Фрідмана, бюджетні витрати, щоб грати роль автоматичного стабілізатора, мають рухатися контрциклічно. Власне, так і функціонують сучасні державні бюджети: дефіцит зростає в період економічного спаду й скорочується на підйомі. Під час стрімких економічних підйомів бюджети навіть переходять у профіцит (таке сталося в Сполучених Штатах за президентства Клінтона). Зазвичай же такі коливання балансу державного бюджету до дефіциту недостатньо великі, щоб підтримувати повну зайнятість в економічному секторі.

7.4. Функціональні фінанси vs бюджетні обмеження

До початку 70-х років XX століття про підхід функціональних фінансів Абби Лернера вже майже забули. В академічних колах його замінили на «обмеження державного бюджету». Ідея проста: державні витрати обмежені податковими надходженнями, можливістю позичати (продавати облігацій) та «друкувати гроші». З цього погляду уряд насправді витрачає податкові надходження й позичає гроші на фінансових ринках для того, щоб фінансувати нестачу податкових надходжень. Якщо все інше не спрацює, він може запустити друкарські верстати, але більшість економістів зневажають такі дії, бо це, мовляв, спричиняє високу інфляцію. Вони постійно покликаються на такі гіперінфляційні випадки в історії, як Веймарська республіка в Німеччині, досвід Угорщини або нинішнє Зімбабве, як на застережливі казки проти «фінансування» витрат шляхом друку грошей. (Високу інфляцію та гіперінфляцію ми розглянемо в розділі 9).

Зауважте, тут діють два пов’язані між собою фактори. Перший полягає в тому, що в уряду, як і в будь-якого домогосподарства чи родини, є «обмеження». Родина одержує дохід у формі зарплати, процентних доходів та прибутків від інших активів. Якщо цього недостатньо, вона може підтримувати дефіцит, позичаючи в банку чи в іншої фінансової установи. Вважається, що уряд, на відміну від домогосподарств, може надрукувати гроші, однак це сприймається як надзвичайна поведінка (остання надія) і взагалі погана ідея.

Такий підхід засвідчує нерозуміння того, що всі урядові витрати фактично здійснюються через бухгалтерські проводки з кредиту банківських рахунків — тобто «натисканням на клавіші», що більш схоже на «друкування грошей», ніж на «витрати з наявного доходу». Це, відповідно, тягне за собою другий фактор, який показує, що представники традиційного підходу не усвідомлюють, що уряд як емітент державної валюти не може насправді покладатися на платників податків та фінансові ринки в забезпеченні себе потрібними «грошима». Від самого початку платники податків та фінансові ринки лише повертають урядові «гроші», які вони отримали від уряду (який або витрачає їх, або надає як позику, щоб підтримувати національну валюту в обігу). Платники податків сплачують податки, використовуючи IOU уряду; натомість комерційні банки використовують IOU уряду, щоб купувати в нього державні облігації.

Ця плутанина серед економістів породжує погляди, пропаговані політиками та засобами масової інформації: мовляв, уряд, що постійно витрачає більше за свої податкові надходження, «живе не по кишені», заграючи з власною неплатоспроможністю, бо фінансові ринки в будь-який момент можуть «перекрити кран» із позикових коштів. Без сумніву, деякі макроекономісти не роблять подібних помилок; вони усвідомлюють, що суверенний уряд насправді не може стати неплатоспроможним у власній валюті. Вони розуміють, що коли настане час, уряд виконає всі свої обіцянки, адже «ввімкне друкарські машини». Але такі думки змушують їх здригатися, бо це наражає країну на ризик інфляції чи навіть гіперінфляції.

Дискусії між урядовцями — принаймні в США — ще більше все заплутують. Наприклад, президент Обама протягом своїх термінів часто стверджував, що урядові США «не вистачає коштів»293, наче домогосподарству, яке витратило всі заощаджені гроші з родинної скарбнички.

Але як ми до цього дійшли? Як ми могли забути те, що так чітко розуміли Лернер та Фрідман?

Сполучені Штати (й багато інших держав) насправді стикалися з інфляційним тиском з кінця 60-х і до 90-х років (бодай періодично). Ті, хто вірив, що інфляція стала наслідком саме завеликих урядових витрат, допомогли створити «релігію» збалансованого бюджету для боротьби з інфляцією (див. тематичний блок про позицію Пола Самуельсона). Те, що економісти та урядовці спершу вважали міфом, тепер визнали істиною. І надалі хибне розуміння розвивалося.

Можливо, спочатку міф був «функціональним» (тобто дієвим) — обмежував уряд, який в іншому разі витрачав би забагато, створюючи інфляцію. Але, як і багато інших корисних міфів, він став шкідливим — це приклад того, що Джон Кеннет Ґелбрейт називав «невинним шахрайством», тобто необґрунтованим переконанням, яке перешкоджає належній поведінці. Суверенні уряди повірили в те, що вони справді не можуть «дозволити собі» економічну політику, яку більшість вважає бажаною, бо можуть стати неплатоспроможними. За іронією долі, у розпал найгіршої економічної кризи з часів Великої депресії 1930-х років президент Обама продовжував твердити, що в уряду США «закінчилися гроші» — що він не може провадити економічну політику, яку більшість людей вважає бажаною. Рівень безробіття зріс приблизно до 10 %. Уряд був паралізований; він не міг прийняти економічної політики, яку підтримував Лернер (і також Фрідман — див. попередній блок), тобто витрачати в достатньому обсязі, щоб повернути економіку до стану повної зайнятості.

Але протягом кризи ФРС (як і деякі інші центральні банки, зокрема Англії та Японії) здебільшого дотримувалася другого принципу Абби Лернера: центральний банк США надав комерційним банкам більш ніж достатньо резервів, щоб утримувати одноденну процентну ставку майже на цільовому рівні, який він встановив близько нуля. Він купував фінансові активи в банків (ця монетарна політика відома як кількісне пом'якшення) в рекордних обсягах (1,27 трлн доларів США під час першої фази кількісного пом'якшення і ще 600 млрд доларів у другій фазі294). На слуханнях у Конгресі США голові ФРС Бернанке фактично влаштували допит

щодо того, де він узяв «гроші» на придбання облігацій. Він (слушно) констатував, що ФРС просто створила їх, збільшивши залишки резервних грошей на резервних рахунках банків — просто «натискаючи на клавіші» (див. наступний блок-вставку нижче). У ФРС ніколи не можуть скінчитися «гроші»; він може дозволити собі придбати будь-які фінансові активи, які банки готові йому продати. І все-таки наш президент, а також чимало економістів та більшість політиків у Конгресі впевнені, що в уряду «закінчуються гроші»! Існує безліч «клавіш» для купівлі фінансових активів, але немає таких, якими виплачують зарплати!

Усе це свідчить про те, яким неефективним став міф, що уряд, так само як і домогосподарство, повинен збалансовувати свій бюджет.

Блок: Пол Самуельсон і Бен Бернанке про урядові фінанси

Нобелівський лауреат Пол Самуельсон дав дуже цікаве інтерв'ю для документального фільму про Джона Мейнарда Кейнса, автором якого був Марк Блауґ. Самуельсон пояснював:

Думаю, в суспільному забобоні, ніби бюджет уряду завжди має бути збалансований, є частка правди. Якщо його розвінчати, це зруйнує одну з підвалин, на якій тримається захист кожного суспільства від неконтрольованих витрат. У розміщенні ресурсів має бути дисципліна, інакше отримаємо анархічний хаос та неефективність. З давніх-давен одна з функцій релігії полягала в тому, щоб залякувати людей певним міфом, щоб їхня поведінка була прийнятною для цивілізованого людства. Ми спростували віру в природну потребу балансування бюджету, якщо не щороку, то хоча б кожного короткого періоду. Якби прем'єр-міністр Ґладстоун295 раптом воскрес, то сказав би: «Ох, що ж ви накоїли». Щось подібне говорив і Джеймз Б'юкенен296. Маю сказати, що бачу переваги такого погляду.

Переконання, що уряд повинен збалансовувати бюджет через певні проміжки часу, прирівнюється до «релігії» чи «міфу», які потрібні для того, щоб примушувати населення до необхідної поведінки. Інакше виборці можуть вимагати від своїх обранців витрачати забагато, і це призведе до інфляції. Отже, твердження, що збалансовані бюджети бажані, не має нічого спільного з питанням «доступності», а аналогії між родинним бюджетом і державним бюджетом хибні. Швидше обмежувати бюджетні витрати уряду «міфом» потрібно саме тому, що він фактично не стикається з бюджетним обмеженням.

Нещодавній приклад: уже колишній голова ФРС Бернанке відкрито визнав, що уряд може витрачати, збільшуючи залишки на банківських рахунках. Без сумніву, він говорив про ФРС і не обов'язково про казначейство. Та коли і на слуханнях у Конгресі, і у ЗМІ його діймали питанням, де ФРС дістала гроші на кількісне пом'якшення, він відповідав так, щоб зрозуміли всі: уряду ніколи не забракне «клавіш».

Коли на телебаченні його запитали, чи це гроші платників податків, він відповів:

«Це не гроші платників податків. Комерційні банки мають рахунки у ФРС так само, як ви маєте рахунок у комерційному банку. Тож, щоб позичити комерційному банкові, ми просто використовуємо комп'ютер і

збільшуємо залишок на його рахунку у ФРС. Це більше схоже на друкування грошей, ніж на позику».

«Ви друкували гроші?» — запитав (репортер) Скотт Пеллі.

«По суті, так, — відповів Бернанке. — Ми змушені це робити, бо наша економіка дуже слабка, а інфляція — низька. Коли економіка почне відновлюватися, тоді буде час, який нам потрібен, щоб згорнути ті програми, підняти процентні ставки, скоротити грошову масу й переконатися, що економічне відновлення не супроводжує інфляція» (http://www.cbsnews.com/2100-18560_162-4862191-2.html?pageNum=2&tag=contentMain;contentBody).

На слуханнях перед засіданням Конгресу тоді ще голова ФРС Бернанке встряв у суперечку з конгресменами (зокрема з Роном Полом):

Даффі297: Із доктором Полом ми говорили про другу фазу кількісного пом'якшення [що здійснює ФРС]. Коли ви купуєте активи, то де берете ці гроші?

Бернанке: Ми створюємо резерви в банківській системі, які просто зберігаються [на рахунках банків] у ФРС. Вони не потрапляють до широкого загалу.

Даффі: Та все-таки ви купуєте ті активи за долари платників податків?

Бернанке: Ні.

Даффі: То ви друкуєте гроші, щоб купити активи?

Бернанке: Ми не друкуємо грошей. Ми створюємо резерви в банківській системі.

Пол: Не люблю втручатися, але якраз надійшов мій час. Хочу вам порадити, щоб ви не називали це «витрачанням грошей». Фактично це гроші з повітря. Ви розміщуєте їх на ринку. Ви утримуєте активи і знаєте: якщо ви викупите погані активи, їхня вартість впаде. Та якби ви могли відповісти на ще одне питання, яке мене цікавить. Ви знаєте, що золото зараз коштує 1580 доларів США. За ці останні три роки долар девальвував майже на 50 %. Коли ви вранці прокидаєтеся, чи цікавить вас ціна на золото?

Бернанке: Ну, я звертаю увагу на ціну золота, і думаю, що це показник багатьох речей. Вона відображає глобальну невизначеність. Мабуть, люди тримають золото, щоб захиститися від «ризику малоймовірної події» — це коли відбуваються дуже, дуже погані зміни в економіці. Й оскільки останні кілька років змусили людей більше перейматися ймовірністю глибокої економічної кризи, вони тримають золото як захист.

Пол: Гадаєте, золото — це гроші?

Бернанке: Ні. Це не гроші.

Зауважте, коли Бернанке казав, що ФРС просто «збільшує» обсяг залишків на резервних рахунках банків у ФРС, то фактично визнав, що ФРС витрачає «натисканням на клавіші». Лише власноруч встановлені обмеження перешкоджають ФРС «збільшити» обсяг залишку на рахунку казначейства у Федеральному резерві. Але, як ми вже зазначали, ФРС і Казначейство США розробили певну процедуру дій, що, по суті, обходить це обмеження. Зверніть увагу, що, відповідаючи на запитання Рона Пола, він заперечує думку, ніби «золото — це гроші».

Навіть інший екс-голова ФРС Алан Ґрінспен задовго до цього визнав, що у ФРС не можуть закінчитися «кнопки». Нижче подаємо частину стенограми (сторінка 11) запису засідання Федерального комітету з операцій на відкритому ринку від 21 вересня 2004 року (http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20040921meeting.pdf):

Ґрінспен: Чи потрібно операційному управлінню створювати сьогодні й учора достатньо резервів, щоб тримати процентну ставку [міжбанківського ринку резервних грошей] на рівні 1,5 %?

Кон298: Так.

Мінеган299: Чом би й ні?

Ґрінспен: Але вони [в операційному управлінні] не роблять цього як слід.

Кон: Ну, вони намагаються.

Ґрінспен: Заждіть хвильку. У них немає ліміту на обсяг резервів, які вони за бажанням можуть створити. Тому не кажіть мені, що вони намагаються, але їм не вдається; вони просто недостатньо сильно тиснуть на кнопку.

Це правда. Якщо операційному управлінню Федерального резервного банку Нью-Йорка не вдається понизити процентну ставку овернайт до цільового рівня, воно просто не досить вправно «натискає кнопки», щоб створити достатньо резервів на рахунках банків! Просто тисніть сильніше на клавіші!

7.5. Дискусії про ліміти державного боргу (випадок США)

Цей параграф присвячено «особливому випадку», яким у середині 2011 року перейнявся Вашингтон. Як ми знаємо, уряди витрачають «натисканням на кнопки», які ніколи не «закінчуються»; суверенний уряд, що випускає власну валюту «натисканням на кнопки», ніколи не стикається з фінансовими обмеженнями. Проте він може вирішити «зв'язати собі руки за спиною», застосовуючи правила та процедури, які обмежують його «натискання клавіш». Але нас це не повинно збивати з пантелику. Якщо ми

подивимося крізь ці обмеження, то збагнемо: оскільки уряд встановлює їх сам для себе, їх можна усунути. На жаль, майже всі економісти та урядовці почали сприймати ці власноруч встановлені ліміти як щось «природне» й непорушне. Ми звернемо увагу на «ліміт боргу» США300 — політичну дискусію, якою влітку 2011 року захопилися політики та урядовці. Імовірно, ця запекла дискусія не даватиме спокою й у майбутньому.

У Сполучених Штатах Конгрес встановлює ліміт на обсяг боргу федерального уряду. Коли борг федерального уряду наближається до цього ліміту, Конгрес повинен затвердити його збільшення. Зауважте, що ліміт державного боргу в США визначають не фінансові ринки, а політики. Тобто Конгресу у своїх діях щодо державного боргу керується власними правилами, а не тиском фінансового ринку. Тож питання не в тому, чи може уряд США продати більше облігацій або чи може собі дозволити процентну ставку, яку платитиме за борги, що продає.

Унаслідок Великої фінансової кризи 2007–2008 років дефіцит бюджету Сполучених Штатів збільшився (переважно через втрату податкових надходжень). Як і очікувалося, сума державного боргу стрімко зросла й сягнула ліміту, який Конгрес щороку повинен був збільшувати. Це відбувалося само собою, доки республіканці не вирішили зробити політичну заяву проти дефіцитних витрат і не відмовились збільшувати ліміт боргу.

Погляньмо, як можна розв’язати мотузку, що зв’язує руки дядькові Сему, щоб вона не заважала йому жити з поточними лімітами боргу. Насправді зробити це відносно нескладно: необхідна лише одна поміркована зміна процедури.

Спочатку розгляньмо сам механізм. Конгрес (за підписом президента) схвалює бюджет, де затверджено витрати. Конституція США наділяє Конгрес повноваженнями створювати гроші, і це має означати, що казначейство створює гроші для фінансування затверджених у Конгресі витрат. Але на практиці для проведення своїх платежів казначейство використовує центральний банк США (тобто ФРС). Згідно з нинішньою процедурою, щоб здійснювати виплати, казначейство тримає депозити на своєму рахунку у ФРС. Відповідно, коли казначейство виписує платіжне доручення на здійснення витрат на користь їхнього отримувача, ці кошти зараховуються на рахунок комерційного банку й водночас така само сума списується з рахунку казначейства у ФРС.

Наприкінці розділу 3 уже йшлося про те, що казначейство намагається підтримувати залишок на своєму рахунку у ФРС у сумі 5 млрд доларів США на кінець кожного операційного дня. Сплачені податки казначейство спочатку тримає на своїх депозитних рахунках у спеціальних комерційних банках. Коли воно хоче поповнити свій депозит у ФРС, то переміщує депозити з цих банків. Тут очевидні два ускладнення: по-перше, податкові надходження нагромаджуються тоді, коли наближається термін сплати податків; і по-друге, казначейство зазвичай підтримує щорічний бюджетний дефіцит — понад трильйон доларів США в 2011 році. Це означає, що на рахунку казначейства у ФРС часто буває нестача.

Щоб отримати депозити, казначейство продає облігації (з різними термінами погашення). Найлегше було б продавати їх безпосередньо в портфель ФРС. У такому випадку ФРС збільшило б залишок рахунку

казначейства на балансі ФРС. Одночасно здійснюється зустрічна операція щодо збільшення облігацій казначейства в портфелі ФРС (бухгалтерська проводка з дебету активного рахунку на балансі центрального банку). Фактично так робить майже кожен комерційний банк: він дає вам позику, зараховуючи на свій баланс ваше IOU (дебет активного рахунку) і збільшуючи ваш депозитний рахунок (кредит пасивного рахунку), щоб ви могли витрачати.

Проте чинні процедури забороняють ФРС купувати облігації безпосередньо в казначейства (за деякими невеликими винятками); натомість вона може придбати державні облігації в будь-кого, крім казначейства. Встановлення такої заборони для суверенного емітента валюти дивне, але за цим стоїть довга історія, яку ми тут не розглядатимемо. Вважається, що це перешкоджає ФРС просто «друкувати гроші» для «фінансування» бюджетного дефіциту в обсязі, що може спричинити потужну інфляцію — наче бюджетних повноважень Конгресу (і вето президента) недостатньо для обмеження витрат федерального уряду такою мірою, щоб США не пішло шляхом гіперінфляції.

Натомість казначейство продає комерційним банкам державні облігації301. Відповідно комерційні банки, купуючи казначейські облігації уряду, створюють депозити для казначейства, які воно потім може перемістити на свій рахунок у ФРС (зрештою казначейство так і робить — переміщує залишки з власних депозитів у комерційних банках на депозит у центральному банку). Але згодом ФРС викуповує державні облігації в комерційних банків, щоб відновити резерви, які ті витрачають, коли казначейство переміщує депозити з банківської системи у ФРС. Зрозуміло? (Якщо ні, варто перечитати розділ 3). Урешті-решт ФРС залишається з державними облігаціями, а казначейство — з необхідним обсягом залишку на власному рахунку у ФРС, що, власне, йому і було потрібно, але заборонено робити напряму. Потім казначейство виписує платіжні доручення й здійснює бюджетні витрати. Депозити з рахунку казначейства у ФРС переміщуються на рахунки отримувачів урядових витрат у комерційних банках, а ФРС збільшує на ту саму суму залишки на резервних рахунках комерційних банків у центральному банку.

У звичайні часи на рахунках комерційних банків у центральному банку накопичується більше резервів, ніж їм потрібно, тож вони пропонують їх на міжбанківському ринку резервних грошей іншим банкам. Ця ситуація призводить до зниження процентної ставки овернайт нижче цільового рівня ФРС, і центральний банк починає продавати державні цінні папери на відкритому ринку, щоб вилучити надлишкові резерви з рахунків комерційних банків і повернути процентну ставку на ринку до цільового рівня. Таким чином, державні облігації з балансу ФРС переміщуються в банківський сектор. (Через Велику фінансову кризу 2008 року ФРС дещо змінила процедуру своєї операційної діяльності302: почала виплачувати проценти на залишки резервів і запровадила політику кількісного пом’якшення (див. вище), яка навмисно залишає надлишкові резерви в банківській системі, а тоді виплачує проценти за ними. Зверніть увагу, що операційний ефект від володіння державними облігаціями полягає в тому, що вони виплачують регулярний процентний дохід. Отже, резерви, які теж приносять процентний дохід комерційним банкам, мають аналогічний операційний ефект).

І тут про себе нагадує проблема боргової безвиході. Облігації казначейства, які тримають банки, домогосподарства, фірми та іноземці, зараховуються до державного боргу (і до багатства недержавного сектору через облікові тотожності!) і, таким чином, підлягають обмеженню лімітом боргу. Натомість залишки резервів на рахунках банків державним боргом не вважаються303. Одне з рішень — просто припинити продаж казначейських облігацій на відкритому ринку, щоб залишити резерви в банківській системі. Це, власне, суть політики кількісного пом'якшення: ФРС купувала сотні мільярдів цінних паперів, щоб влити резерви назад у банки, попередньо викачані через продаж цінних паперів комерційним банкам. Отже, ми повертаємо облігації казначейства назад на баланс ФРС, але все одно опиняємося в безвихідній ситуації через ліміт заборгованості, бо в обігу перебуває дуже багато цінних паперів. Якби казначейство просто перестало їх продавати, ФРС зберегла б надлишкові резерви в банках. Коли б надійшов термін погашення облігацій, вони були б замінені резервами. І це поклало б край «борговій проблемі».

Інші способи позбутися ліміту боргу

Є два інші способи позбутися потреби підвищувати ліміт державного боргу США: варанти304 казначейства і платинові монети великого номіналу. Розглянемо обидва.

Коли дядькові Сему потрібно витратити, а його депозитний рахунок у ФРС виявляється порожнім, він може поповнити депозит, випустивши неринковий «варант», який ФРС зберігатиме як актив. За повної підтримки від дядька Сема варант — це безризиковий актив для балансування рахунків ФРС. Такий варант являє собою лише внутрішнє IOU — свідчення про фінансове зобов'язання однієї гілки влади перед іншою; насправді це не більше ніж внутрішній бухгалтерський облік. За потреби Конгрес може затвердити низьку та фіксовану процентну ставку як дохід за цими варантами на користь їх держателя, тобто ФРС (і цей дохід вираховувався б із надмірних доходів, які зазвичай ФРС здає казначейству наприкінці кожного року). У відповідь ФРС збільшує (бухгалтерською проводкою з кредиту) депозитний рахунок казначейства, що уможливить урядові витрати. З позиції бухгалтерського обліку, коли казначейство здійснює бюджетні витрати, його рахунок дебетується, а резервний рахунок комерційного банку, що отримує депозит, кредитується (обидва рахунки пасивні для балансу ФРС).

У результаті ФРС отримує казначейський варант як актив та збільшує банківські резерви як свої зобов'язання. Казначейство уповноважене Конгресом на здійснення витрат, а його дефіцит кореспондується варантами, випущеними для ФРС. Конгрес може дозволити виключати ці варанти з ліміту державного боргу, оскільки це ніщо інше, як обліковий запис про фінансові вимоги однієї гілки влади (Федеральної резервної системи) до іншої (казначейства). Актив ФРС відповідає варанту казначейства; це зустрічні вимоги, і тому балансуються в нуль.

Отже, Конгресу не доведеться збільшувати ліміт боргу в разі нової економічної кризи, яка неминуче призведе до зростання бюджетних дефіцитів уряду.

Другий спосіб — повернутися до створення валюти казначейством — образно кажучи, у масових масштабах. Нині Казначейство США має повноваження випускати платинові монети будь-якого номіналу, тож воно могло б, наприклад, здійснювати великі платежі за військову зброю, випускаючи платинові монети великого номіналу. (Основний прихильник платинових монет — Джо Файрстоун; див.: http://neweconomicperspectives.org/2013/02/framing-platinum-coin-seigniorage-a-working-document.html). Так можна було б обійти ФРС та комерційні банки. А оскільки монети (і резерви, і паперові купюри Федеральної резервної системи) не зараховуються до державного боргу з погляду боргового ліміту, цей спосіб також дозволяє казначейству уникати збільшення боргу, адже воно витрачатиме платинові монети. Монети були б IOU казначейства, але не зараховувалися б разом із його облігаціями до державного боргу. Так само як і готівкова валюта, монети «погашалися» б через податки, бо мали б попит серед тих, хто їх повинен платити. Тож це ще одна хитрість, як обійти суб'єктивно визначені ліміти чи порядки, встановлені стосовно витрат казначейства.

Власне, ця пропозиція показує, як нерозважливо зав'язувати казначейству (фактично уряду) руки за спиною, встановлюючи ліміти державного боргу. Уже й так доводиться схвалювати бюджет перед тим, як казначейство може здійснювати витрати. Це обмеження обов'язкове для того, щоб змусити казначейство (фактично уряд) до підзвітності. Але якщо бюджет ухвалено, то, заради всіх святих, нащо перешкоджати казначейству «натискати клавіші» для здійснення балансових проводок відповідно до затверджених у Конгресі витрат?

Складаючи бюджет, слід враховувати прогнози зростання таких макроекономічних змінних, як ВВП, безробіття та інфляція. Іншими словами, складати бюджет потрібно так, щоб «натискання клавіш» не було надмірним і не підігрівало інфляцію. Цілком можливо, що Конгрес помилиться в прогнозах і захоче переглянути план витрат залежно від розвитку подій. Або може передбачити автоматичні стабілізатори, щоб зменшити витрати чи збільшити податки, якщо інфляція посилиться. Але немає жодного сенсу ухвалювати траєкторію витрат, а тоді довільно відмовлятися від витрат, які здійснюються «натисканням на клавіші», лише тому, що вже досягнуто ліміту державного боргу, до того ж суб'єктивного.

Перш ніж зробити висновок, розгляньмо поширені заперечення щодо таких процедурних змін:

Заперечення: Нам слід прив'язати себе до бюджетних лімітів, щоб не давати змоги політикам витрачати забагато.

Відповідь: Хай там як, а існує процес складання бюджету, під час якого Конгрес вирішує, скільки виділяти для програм, а тоді подає план президентові на підпис. Коли бюджет схвалено, можна здійснювати витрати. Це «демократичний» процес, у ході якого наші обранці вирішують, які програми вартують фінансування і в яких обсягах. Більша частина запланованих витрат — неостаточні, бо залежать від певних обставин

(наприклад, виплати допомоги з безробіття залежать від економічних результатів). Встановлення додаткового обмеження не тільки не обов'язкове, а й не узгоджується з демократичним контролем та підзвітністю. За своєю природою ліміт державного боргу — це суб'єктивний параметр, не сумісний з процесом бюджетування. У минулому він ніколи не мав значення: виконання бюджету виходило за борговий ліміт, і Конгрес регулярно його підвищував. Зараз політики здійснюють бюджетування в недемократичний спосіб.

Заперечення: Щоб обмежити «створення грошей» для фінансування витрат, потрібен незалежний орган — центральний банк.

Відповідь: Як ми вже зазначали, Конгрес та президент спочатку опрацьовують бюджет. Це уповноважує казначейство на витрати. Ми можемо запропонувати альтернативні процедури, які дозволять казначейству виконувати це завдання. Казначейство могло б застосувати відносно примітивний, але ефективний спосіб — роздрукувати банкноти й витрачати. Або можна було б робити безпосередні записи на депозитних рахунках отримувачів, «натискаючи на клавіші», але тоді необхідно, щоб казначейство тим самим «натисканням на клавіші» було здатне збільшувати резерви на балансах комерційних банків. Оскільки ми розподіляємо відповідальність між казначейством та Федеральною резервною системою (де ФРС виконує функцію банку банків, тобто центрального банку), то саме ФРС має створювати резерви для банків, «натискаючи на клавіші». Для цього немає вагомих причин. Банки могли б використовувати рахунки в казначействі для взаєморозрахунків, і тоді б казначейство вело облік резервів. Та ми цього не робимо.

ФРС могла би безпосередньо приймати IOU казначейства (його фінансові зобов'язання) і обліковувати резерви. Але цього теж не відбувається. Ми кажемо, що хоча Федеральна резервна система і є банком казначейства, їй забороняється безпосередньо приймати казначейські IOU (фінансові зобов'язання). Саме тому ми створили комплексні процедури, які залучають комерційні банки, Федеральну резервну систему та казначейство для виконання того самого.

7.6. Бюджетна політика уряду для економічної стабільності та зростання

Лернер порівняв роль уряду з керуванням автомобілем: уряд повинен узяти кермо під свій контроль та використовувати його задля реалізації економічної політики і саме в той час, коли є загроза, що економіка з'їжджає на узбіччя. Оскільки, щоб розпізнати економічні проблеми й відреагувати на них, потрібен час, бажано мати у своєму розпорядженні «автоматичні стабілізатори». Національний бюджет уряду — це приклад автоматичного стабілізатора: під час рецесії деякі види витрат автоматично збільшуються (соціальні витрати на компенсацію з безробіття), а податкові надходження падають (бо зменшується зайнятість в економіці і водночас зменшуються відрахування податків на прибуток і зарплату), тому зростає бюджетний дефіцит. Усе добре: це допомагає стабілізувати доходи

приватного сектору й забезпечує надійні чисті фінансові активи для задоволення попиту305.

Щоб «умонтувати» в бюджетну систему потрібні контрциклічні коливання, які б повертали економіку до повної зайнятості, слід виконати дві умови. По-перше, державні витрати та податкові надходження мають бути суто циклічними: витрати — контрциклічними (такими, що зростають у період економічного спаду), а податки — проциклічними (такими, що зменшуються в період економічного спаду). Один зі способів зробити витрати автоматично контрциклічними — підтримувати потужну систему соціального захисту, завдяки чому трансферні витрати (на компенсацію з безробіття та соціальну допомогу) різко зростатимуть у період економічного спаду. Як альтернатива (чи крім того) податкові надходження також мають бути пов'язані з економічними показниками — прогресивним податком на доходи чи податком із продажу, що рухаються контрциклічно.

По-друге, уряд має бути відносно великим306. Гайман Мінськи (1986) казав, що урядові витрати мають бути приблизно такими ж, як загальні інвестиційні витрати, чи принаймні коливання бюджетних витрат уряду за обсягом мають дорівнювати інвестиційним коливанням, рухаючись у протилежному напрямку. (В основі цього лежить переконання, що інвестиції — найбільш нестійкий компонент ВВП. Ідеться, зокрема, про інвестиції в житлову нерухомість — важливий двигун бізнес-циклу в США. Ідея полягає в тому, що урядові витрати мають коливатися в достатніх межах і в протилежному до інвестицій напрямку для того, щоб підтримувати відносну стабільність національного доходу та виробництва; а це, відповідно, забезпечуватиме відносно стабільне споживання).

На думку Мінськи, у 1930-х роках уряд був занадто малий, щоб стабілізувати економіку (у 1929 році витрати федерального уряду становили близько 3 % від ВВП). Сьогодні, здається, всі великі держави — члени ОЕСР307 мають уряд, достатньо великий, щоб допомогти стабілізувати їхні економіки, хоча в деяких країнах, що розвиваються, уряди, можливо, ще замалі за цим параметром. Відповідно до сьогоднішніх реалій національний уряд повинен потрапляти в діапазон від мінімальних 20 % від ВВП, як у США, до максимальних 50 % від ВВП, як у Франції. Бюджетні системи країни, що перебувають внизу цього діапазону, повинні включати більше автоматичних заходів, що змінюють загальний обсяг витрат, порівняно з країнами з більшим за обсягом витрат урядом.

Крім того, з нашої тотожності секторальних балансів ми знаємо, що в контексті бажання приватного сектору підтримувати профіцит свого бюджету (для накопичення заощаджень) та схильності США й деяких інших розвинутих країн підтримувати дефіцит поточного рахунку державний бюджет має бути налаштований підтримувати дефіцит навіть за умови повної зайнятості. Країна, яка має баланс поточного рахунку (тобто він дорівнює нулю), могла б досягнути балансу державного бюджету, та це означає, що профіцит (чи заощадження) внутрішнього приватного сектору тотожний нулю. Тому зазвичай слід очікувати дефіциту державного бюджету навіть за умови повної зайнятості — хоч це не стосується держав, які підтримують профіцит поточного рахунку (див. нижче блок-вставку про «подвійні дефіцити»).

Підкреслимо, що бюджетний профіцит (як той, якого досягнув федеральний уряд США за президента Клінтона) — це не якесь досягнення, якому потрібно радіти; він випливає з макроекономічної тотожності секторальних балансів і вказує на дефіцит у приватному секторі (знову-таки, крім випадку країни, що підтримує профіцит поточного рахунку). На відміну від суверенного емітента валюти, приватний сектор — це користувач валюти. Він справді стикається з бюджетними обмеженнями. Як ми вже знаємо, десятиліття дефіцитних витрат у приватному секторі США (з 1996 по 2006 роки) залишило його з купою боргів, яких він не міг обслуговувати. Це частково пояснює Велику фінансову кризу, що розпочалася в США в 2007 році.

Без сумніву, причинні зв'язки складні. Не варто робити висновок, що причиною дефіциту приватного сектору був профіцит бюджету за президентства Клінтона; також не слід думати, що глобальна криза спричинена лише дефіцитними витратами домогосподарств США. Натомість можна впевнено сказати, що облікові тотожності таки мають місце і виконуються: якщо баланс поточного рахунку нульовий, то дефіцит внутрішнього приватного сектору дорівнює профіциту державного. І якщо баланс поточного рахунку в дефіциті, то приватний сектор може підтримувати профіцит («заощаджувати») лише тоді, коли бюджетний дефіцит уряду більший за дефіцит поточного рахунку.

Висновок, який випливає із розуміння суверенності валюти, такий: дефіцит державного сектору стабільніший за дефіцит приватного, адже уряд — це емітент валюти, тоді як домогосподарство або суб'єкт господарювання308 — її користувач. Якщо держава не в змозі підтримувати постійний профіцит поточного рахунку, то задля сприяння довготривалому зростанню бюджет уряду має бути готовий підтримувати дефіцит на постійній основі. За таких обставин це буде «нормальною», належною бюджетною політикою для стабільного зростання.

Уточнимо: належна бюджетна політика уряду залежить від балансу двох інших секторів економіки309. Держава, яка підтримує профіцит поточного рахунку, може проводити жорсткішу фіскальну політику; вона навіть може підтримувати постійний профіцит державного бюджету (як-от Сінгапур, який прив'язує свій валютний курс і підтримує бюджетний профіцит, оскільки підтримує профіцит поточного рахунку, накопичуючи іноземну валюту). Профіцит державного бюджету також прийнятний, коли внутрішній приватний сектор дотримується дефіциту (за тотожністю все має бути правильно, якщо баланс поточного рахунку дорівнює нулю). Проте з огляду на причини, описані раніше, така ситуація не забезпечує стабільного економічного розвитку, бо приватний сектор — це користувач, а не емітент валюти.

Нарешті, всі держави не можуть одночасно підтримувати постійний профіцит поточного рахунку платіжного балансу: нетто-експортери з Азії, наприклад, сильно покладаються на продажі в США. Натомість Сполучені Штати підтримують дефіцит поточного рахунку, забезпечуючи країни — нетто-експортери доларовими активами, які вони прагнуть накопичувати. Таким чином, уряди принаймні деяких країн муситимуть підтримувати постійний дефіцит, щоб забезпечити світових власників заощаджень бажаними чистими фінансовими активами. Виконувати таку роль є

сенс для уряду держави, яка випускає в обіг міжнародну резервну валюту. Наразі це уряд США.

7.7. Функціональні фінанси та режими обмінних курсів

Зрозуміло, що Лернер аналізував випадок країни із суверенною валютою (або, як її ще називають, «директивною»). Тільки суверенний уряд може вирішити збільшити витрати, якщо в країні безробіття, і лише суверенний уряд може збільшити банківські резерви та понизити (короткострокові) процентні ставки до цільового рівня. Важливо, що Лернер зробив свої висновки в час, коли створювалася Бреттон-Вудська система — система фіксованих обмінних курсів на основі долара США. Схоже, він передбачав, що його підхід функціональних фінансів застосовуватимуть щодо економіки з суверенною валютою незалежно від обраного режиму валютного курсу.

Потрібно пам’ятати, що країни за часів Лернера вжили жорстких заходів контролю за рухом капіталу310. У контексті «трилеми» вони дотримувалися фіксованого обмінного курсу, а їхня внутрішня економічна політика була незалежна, але вони не дозволяли вільного трансграничного руху капіталу. Як ми знаємо, режим плаваючого обмінного курсу забезпечує найбільший простір для внутрішньої економічної політики. Але заходи контролю за трансграничним рухом капіталу в поєднанні з керованим або фіксованим обмінним курсом усе-таки зберігають суттєвий простір для внутрішньої економічної політики. Схоже, свого часу Лернер мав на увазі саме це. Більшість країн, що забезпечують фіксований обмінний курс власної валюти та вільний рух трансграничного капіталу, не змогли б дотримуватися двох принципів функціональних фінансів Лернера, бо їхні резерви іноземної валюти опинилися б під загрозою (лише купка держав нагромадили чимало резервів, заробивши собі непохитне становище). Керовані або фіксовані валютні курси разом із певним рівнем обмеження на рух капіталу можуть забезпечити потрібний обсяг простору для внутрішньої економічної політики, щоб досягти повної зайнятості. Простіше державі, яка дозволяє своїй валюті плаваючий обмінний курс.

Робимо висновок: два принципи функціональних фінансів найповніше підходять суверенним державам, що використовують режим плаваючого обмінного курсу власної валюти. Якщо валюта прив’язана, простір економічної політики обмеженіший, а держава, щоб захистити свої міжнародні резерви, очевидно, вжила заходів із контролю за рухом капіталу для підтримки довіри до прив’язки своєї валюти.

Блок: Дебати щодо подвійних дефіцитів у США: підхід функціональних фінансів

Застереження: у цьому розділі подано більш формальне пояснення цього питання.

«Бюджетні яструби»311 стверджують, що бюджетні дефіцити уряду США кладуть тягар на плечі американців й особливо на їхніх правнуків, яким доведеться довічно сплачувати проценти китайцям, що не тільки накопичують казначейські облігації США, а й зосереджують у своїх руках владу над долею долара. Через це часто твердять, що над доларом США нависла загроза втрати свого статусу міжнародної резервної валюти.

У цьому блоці ми розглянемо зв'язок між бюджетним дефіцитом, торговельним дефіцитом, накопиченням облігацій Казначейства США іноземцями та процентним тягарем, який начебто покладено на дітей та онуків американців.

Між бюджетним дефіцитом та дефіцитом поточного рахунку існує позитивний зв'язок, що випливає з макроекономічної тотожності секторальних балансів. За інших рівних умов, дефіцит державного бюджету збільшує сукупний попит економіки таким чином, що її імпорт перевищує експорт. (Американські споживачі мають змогу купувати більше імпортних товарів, оскільки фіскальна політика уряду США генерує дохід домогосподарств, використовуваний для купівлі іноземної продукції; її обсяг перевищує обсяг продукції, виробленої в США, яку купують іноземці). Існують й інші пояснення зв'язку між бюджетним дефіцитом уряду й дефіцитом поточного рахунку платіжного балансу (дехто вказує на ефекти процентних ставок та обмінних курсів), але вони в найкращому випадку другорядні. Отже, державний дефіцит США може підтримувати попит на продукцію, частина якої виробляється за межами Сполучених Штатів. Саме тому імпорт США росте більше за експорт, особливо коли бюджетний дефіцит стимулює американську економіку зростати швидше за економіки наших торговельних партнерів.

Як ми показували раніше, дефіцит поточного рахунку США буде відображений в накопиченні іноземцями облігацій Казначейства США, що утримуються переважно в іноземних центральних банках. Оскільки зазвичай його розглядають як іноземні «позики» для «фінансування» бюджетного дефіциту США, дефіцит поточного рахунку США можна також вважати джерелом профіцитів поточних рахунків для країн — торговельних партнерів Сполучених Штатів, і ці профіцити можуть бути накопичені в облігаціях Казначейства США. Саме схильність США постійно підтримувати торговельний дефіцит і водночас дефіцит державного бюджету в певному розумінні забезпечує потрібні кошти для «фінансування» накопичень облігацій Казначейства США серед іноземців. Очевидно, для цього готовими мають бути усі сторони, адже «танго танцюють удвох». А більшість громадських обговорень ігнорує той факт, що бажання китайців підтримувати торговельний профіцит зі Сполученими Штатами пов'язане з їхнім прагненням накопичувати доларові активи. Водночас бюджетний дефіцит США допомагає генерувати внутрішній дохід, що дає змогу нашому приватному секторові споживати. Природно, що частина генерованого доходу посилює попит на імпорт. Але саме американські покупки імпортованих за долари США товарів забезпечують іноземців доходом у доларах США і дають їм можливість накопичувати доларові заощадження, навіть якщо цей процес супроводжується зростанням казначейських облігацій в обігу, і частину з них накопичують іноземці.

Іншими словами, в глобальній економіці рішення не можуть бути незалежними. Немає сенсу говорити про китайські «позики» США, якщо

водночас не враховувати прагнення китайців здійснювати чистий експорт. Усе це пов’язано між собою (можливо, в досить складний спосіб): готовність Китаю виробляти товари на експорт; готовність Китаю накопичувати активи, номіновані в доларах США; нестача в Китаї відповідного рівня внутрішнього попиту, що дозволяє цій країні підтримувати торговельний профіцит; готовність американців купувати іноземні товари; (порівняно) високий рівень сукупного попиту в США, результатом якого стає торговельний дефіцит; а також фактори, що призводять до бюджетного дефіциту в США. І, звісно, все це ще більше ускладнюється, оскільки потрібно зважати й на інші держави та глобальний попит загалом.

Щоб довести ключову думку, проведімо уявний експеримент. Найбільший мінус іноземного володіння облігаціями Казначейства США багато хто вбачає в тому, що це тягар для правнуків американців, які муситимуть сплачувати іноземцям проценти. Це ще називають трансфером від частини американських платників податків іноземним власникам облігацій (коли облігації Казначейства США перебувають у власності американців, під час сплати процентного доходу відбувається трансфер від американських платників податків до американських власників державних облігацій; така ситуація вважається менш проблематичною). Тому стверджують, що державний борг справді стане тягарем для майбутніх поколінь, бо частина боргу належить іноземцям. Насправді проценти сплачуються «натисканням клавіш» — проте наші онуки можуть вирішити підняти для себе податки, щоб підігнати їх під проценти, сплачувані китайським власникам облігацій, і таким чином повісити на себе тягар, якого бояться бюджетні яструби. Отже, повернімося до нашого гіпотетичного прикладу.

Що, як США вдасться ліквідувати свій торговельний дефіцит і постійно підтримувати збалансований поточний рахунок? Тоді дефіцит державного бюджету точно дорівнюватиме профіциту приватного сектору. Оскільки іноземці не накопичуватимуть долари від своєї торгівлі зі Сполученими Штатами, то й не зможуть накопичувати казначейські облігації США (так, вони можуть торгувати іноземними валютами, щоб отримати долари США, та це спричинило б подорожчання долара, й економіці США стало б важко підтримувати збалансовану торгівлю). У цьому випадку неважливо, яким великим буде бюджетний дефіцит, бо США більше не потрібно буде «позичати» в китайців, щоб його фінансувати.

З огляду на це стає зрозуміло, що іноземне «фінансування» бюджетного дефіциту США залежить від балансу поточного рахунку; іноземцям потрібно експортувати до Сполучених Штатів, щоб вони могли «позичати» урядові США. Якщо поточний рахунок США збалансований, то розмір бюджетного дефіциту не важливий: Сполученим Штатам не знадобляться іноземні заощадження для його «фінансування», бо профіцит їхнього внутрішнього приватного сектору точно дорівнюватиме державному дефіциту. Авжеж, саме бюджетний дефіцит «фінансує» заощадження внутрішнього приватного сектору (а дефіцит поточного рахунку «фінансує» заощадження іноземців).

Таким чином, зв’язки між «подвійними дефіцитами» існують, але вони не такі, якими їх зазвичай уявляють. Торговельний та бюджетний дефіцити США пов’язані, але вони не ставлять США у хитке становище стосовно Китаю. Якщо китайці та інші нетто-експортери (як,

наприклад, Японія) вирішать, що їм краще тримати менше доларових активів, — то лише через бажання продавати менше продукції Америці. Це цілком імовірний сценарій для китайців, які швидко розвивають свою економіку і поступово перетворюють власних громадян на націю споживачів. Але такий перехід не буде різкий. Дефіцит поточного рахунку США з Китаєм скоротиться, тоді як продаж державних облігацій США китайцям (як альтернативний фінансовий інструмент, що дає процентний дохід, на відміну від резервів, що утримуються на рахунках у ФРС) упаде. Це не призведе до кризи. Уряд США не позичає (і насправді не може позичати) долари в китайців, щоб фінансувати дефіцити державного бюджету. Радше дефіцит поточного рахунку США забезпечує долари, які китайці використовують для купівлі найбезпечніших доларових активів у всьому світі — облігацій Казначейства США.

Уточнимо: долар США, очевидно, не залишиться світовою резервною валютою. Для США це може бути розчаруванням. Та в довготривалій історичній перспективі це не суттєво. Немає сумніву, що Китай стане найбільшою економікою світу. Його валюта — ймовірний кандидат на статус міжнародної резервної валюти. Але це, звичайно, не є ані неминучою перспективою, ані тим, чого слід боятися.

7.8. Функціональні фінанси та держави, що розвиваються

Більшість держав, що розвиваються, мають суверенну валюту, тобто можуть «дозволити собі» купити все, що продається за національну валюту, зокрема й непрацевлаштовану робочу силу. Як сказав би Лернер, безробіття — це свідчення незадоволеного попиту на національну валюту, який може бути реалізований додатковими державними витратами. Водночас, багато держав, що розвиваються, дотримуються монетарного режиму з фіксованим або керованим обмінним курсом національної валюти, і це певною мірою обмежує простір для внутрішньої економічної політики. Вони можуть розширити простір економічної політики: або провадячи політику, що створює резерви іноземної валюти (зокрема збільшує експорт), або захищаючи резерви іноземної валюти заходами посиленого контролю за трансграничним рухом капіталу312.

До того ж ці країни можуть віддати перевагу політиці, що генерує зайнятість та розвиток, не збільшуючи імпорт (наприклад, імпортозаміщення). Вони можуть започатковувати програми з трудомісткого працевлаштування (а тому капітальне обладнання іноземного виробництва не буде потрібне) або програми, які забезпечують продукцію, якої потребують щойно працевлаштовані працівники (щоб вони не витрачали свої нові доходи на імпорт).

Уряд може сприяти внутрішнім виробникам або обмежити купівлю іноземних товарів та послуг до обсягу, що дорівнює експортним надходженням. Він може спробувати уникати позик в іноземній валюті, щоб виділяти менше надходжень в іноземній валюті на процентні виплати.

Як ми вже зазначали, здатність встановлювати та стягувати податки може бути зниженою в країні, що розвивається. Це обмежить здатність уряду безпосередньо регулювати внутрішнє продуктивне виробництво (товарів та послуг). І навіть якщо уряд знайде багато безробітних, готових працювати за його валюту, їм, можливо, буде важко купувати продукцію за цю валюту за стабільними цінами. Ретельніше стягнення податків допоможе збільшити попит на валюту (оскільки податки сплачуються в національній валюті). Крім того, урядові потрібно сконцентрувати створення робочих місць там, де це збільшить виробництво товарів і послуг, які схочуть купувати нові працівники. Це може послабити інфляційний тиск унаслідок зростання зайнятості.

У довгостроковій перспективі уникнення заборгованості в іноземній валюті та перехід до плаваючого валютного курсу може сприяти розширенню простору внутрішньої економічної політики. Повне використання внутрішніх ресурсів (найголовніше — робочої сили) дасть змогу державам, що розвиваються, максимізувати виробництво, при цьому скорочуючи інфляцію, спричинену недостатньою пропозицією. Повна зайнятість робочої сили має багато інших добре відомих переваг, які ми тут не деталізуватимемо.

Суверенна валюта дає урядові більше простору в проведенні економічної політики: він витрачає, збільшуючи залишки на банківських рахунках, і таким чином не потрапляє під бюджетні обмеження, які встановлюються для користувача валюти. Плаваючий обмінний курс (або керований обмінний курс із контролем трансграничного руху капіталу) розширює простір економічної політики, бо владі не потрібно накопичувати достатньо резервів, щоб підтримувати прив’язку національної валюти. Добре сплановане використання цього простору дозволить уряду прямувати до повної зайнятості, не запускаючи валютне знецінення чи інфляцію внутрішніх цін. І насамкінець, особливого значення набуває питання про модель гарантованої зайнятості або працедавця останньої інстанції, про що йтиметься в наступному розділі [Mitchell and Wray 2005; Wray and Forstater, 2004].

7.9. Експорт — це витрати, імпорт — вигода: підхід функціональних фінансів

Загалом, з погляду держави експорт — це витрати, а імпорт — вигода. Пояснення просте. Якщо ресурси, зокрема робоча сила, використовуються для виготовлення продукції, призначеної для іноземців, внутрішнє населення не може спожити цієї продукції або використати її для подальшого виробництва (ідеться про товари інвестиційного характеру). Держава в цілому, її громадяни, витрачаються на виробництво продукції, але не одержують із неї вигоди. З другого боку, країна-імпортер отримує продукцію, але вона не мусила її виробляти. Тому насправді нетто-експорт означає нетто-витрати, а нетто-імпорт — нетто-вигоду.

Але є декілька застережень. По-перше, виробникові продукції байдуже, хто купує вироблені товари чи послуги; компанія однаково радіє як внутрішнім, так і іноземним покупцям. Чого хоче суб'єкт господарювання? Продати їх за національну валюту313, щоб компенсувати витрати й отримати прибуток. Якщо продукція реалізується внутрішньо, банківські рахунки покупця дебетуються, а рахунки фірми-виробника кредитуються. Усі щасливі. Якщо продукцію продають іноземцям, надходження мають пройти валютний обмін, щоб виробник міг отримати внутрішню валюту, якщо кінцеві покупці використовували свою власну. Ми не зупинятимемося на деталях, але зазвичай внутрішній банк або центральний банк зрештою отримує резерви іноземної валюти (зазвичай це буде кредит для резервного рахунку в іноземному центральному банку). Але фактом залишається те, що коли продукція експортується, в контексті реальних ресурсів іноземці насолоджуються «плодом праці», навіть якщо з фінансового погляду фірма-виробник отримує чистий кредит на банківський рахунок, а держава отримує чистий фінансовий актив у формі іноземної валюти.

По-друге, чистий експорт розширює сукупний попит і збільшує розрахований ВВП та національний дохід. Для виробництва товарів та послуг на експорт створюються робочі місця. Держава, яка в іншому разі працювала б нижче рівня повної зайнятості, має змогу залучити ресурси до експортоорієнтованого сектору економіки. Генеруються зарплати й корпоративні прибутки, сім'ї отримують доходи, яких вони могли б не отримати, відповідно є за що купувати споживчі товари, а компанії залишаються в бізнесі, який за інших умов міг би збанкрутувати. Це, мабуть, основна причина, чому уряди заохочують зростання експорту. Під час економічної рецесії після Великої фінансової кризи 2007–2008 років президент Обама оголосив, що його мета для економіки США — подвоїти експорт. Це поширена стратегія серед держав, які хочуть зростати. Та зауважте, що для кожного експорту має бути імпорт, а для кожного торговельного профіциту — торговельний дефіцит. Очевидно, що всі країни не можуть одночасно зростати в такий спосіб; по суті, це стратегія «розори сусіда».

Оскільки ресурси мобілізуються на виробництво продукції для іноземців, внутрішнє населення не отримує жодної реальної чистої вигоди. Виходить, насправді стратегія експорту — це стратегія «розори себе». Справді, робоча сила та решта ресурсів, які інакше лишилися б невикористовуваними, тепер запитані; працівники, які не отримували б зарплати, тепер мають доходи; власники компаній та корпорацій, які не продали б своєї продукції, тепер одержують прибутки. Але якщо вироблену продукцію експортують за кордон, додаткової продукції для громадян країни-виробника немає. Відповідно в країні-виробнику наявна продукція перерозподіляється між цими додатковими претендентами, хто отримав роботу в експортоорієнтованій компанії чи галузі й тепер має зарплату та прибутковий дохід. Таким чином, якщо ми лише залучаємо вільні ресурси, щоб виготовити продукцію на експорт, чистої вигоди в цьому немає: внутрішнє населення працює «тяжче», але в цілому більше не споживає, бо доступний для внутрішнього населення економічний «пиріг» не зріс.

Сам по собі процес перерозподілу, очевидно, потребуватиме інфляції, бо ті, хто зараз мають роботу, змагатимуться за шматок «пирога», роздуваючи ціни. Без сумніву, це може бути бажаним соціальним результатом: продукція перерозподіляється від тих, «хто має»,

до тих, «хто не має», а залучення безробітних до роботи приносить значну користь сім'ям та суспільству загалом (зменшуючи, зокрема, такі негативні соціальні явища, як злочинність та розпад сімей, та дужче згуртовуючи суспільство). Крім того, можливий і «мультиплікатор»: нові працівники витрачають зарплати, і виробники продають більше, створюючи робочі місця в приватному секторі, щоб виробляти продукцію для внутрішнього продажу, доки економічний «пиріг» зростає.

Утім, державі не потрібно експортувати, щоб користати з ефектів мультиплікатора. Вищі державні витрати також збільшують зайнятість та продаж. Порівняно з економічним зростанням, що стимульоване експортом, економіка одержує більше вигоди від зростання, коли стимулюється внутрішній попит. Тобто, якщо взяти до уваги ефекти мультиплікатора, держава покращує добробут, коли створює робочі місця, щоб виробляти продукцію не для іноземного, а для внутрішнього споживання.

Зауважте, всі ці приклади ґрунтуються на припущенні, що від самого початку держава має надлишкову виробничу потужність. Збільшити експорт за умови скорочення внутрішнього споживання, інвестицій або державного використання ресурсів вона зможе лише тоді, коли техніка та обладнання працюватиме на повну потужність, а також вповні використовуватиметься наявна робоча сила. Робоча сила та інші ресурси були б переміщені від виробництва для внутрішнього використання до задоволення іноземного попиту на продукцію. Зрозуміло, що завжди буде бажанішим досягти повної зайнятості, організувавши виробництво для внутрішнього споживання, ніж для експорту. Додаткова зайнятість забезпечить як доходи, так і більше виробництво (товарів та послуг). Економічний «пиріг», доступний для внутрішнього споживання, зросте, тож замість перерозподілу від тих, «хто має», до тих, «хто не має», щойно працевлаштовані отримають шматки більшого пирога, адже його не відправили на продаж за кордон.

Інше очевидне застереженням полягає в тому, що виробництво продукції для іноземців з багатьох причин може бути в економічних та політичних інтересах держави. Наприклад, держава виробляє товари та послуги, що експортуються за кордон з гуманітарною метою — як-от допомога під час стихійного лиха. Або ж здійснює військові поставки, щоб підтримувати союзників. Прямі іноземні інвестиції можуть допомогти країні, що розвивається, і та стане стратегічним партнером. І, звичайно, в держави немає жодних причин збалансовувати свій поточний рахунок на щорічній основі — те, що було б практично неможливо у високоглобалізованій економіці з міжнародними зв'язками у виробничих процесах. Відповідно, щоб експортувати продукцію та підтримувати торговельний профіцит, ми не схочемо ігнорувати різноманітні стратегічні причини.

Підхід функціональних фінансів варто перенести й у сферу міжнародної торгівлі: суверенній державі, що випускає власну плаваючу валюту, немає сенсу підтримувати торговельний профіцит, так само як і досягати бюджетного профіциту. Максимізація профіциту поточного рахунку зумовлює реальні чисті витрати (якщо взяти до уваги описані вищі застереження). Натомість найкращий підхід — підтримувати у своїй країні повну зайнятість і дозволити балансу поточного рахунку та бюджетному балансу підлаштовуватися під економіку. Це набагато краще за звичайну

стратегію, коли повна зайнятість досягається завдяки торговельному профіциту.

У наступному розділі ми перейдемо до докладного аналізу програми, яка може сприяти повній зайнятості та ціновій стабільності. Значною мірою вона безпосередньо продовжує тезу, що «податки керують грошима», а безробіття — це наслідок неналежного державного управління монетарною системою.

* * *

Ідеться про реальні (не фінансові) ресурси.

288 Дональд Рамсфельд — американський політик і державний діяч. Очолював міністерство оборони США за президентства Джорджа Буша-молодшого. Відомий своїми висловами, один із яких — «невідоме невідоме» (англ. «unknown unknowns»).

289 Рональд Коуз (1910–2013) — британський економіст, який більшу частину своєї кар’єри провів у США (університети Вірджинії та Чикаго).

290 Ірвінґ Фішер (1867–1947) — американський економіст, відомий своїми напрацюваннями з монетарної макроекономіки. Один із співавторів відомої колективної праці про монетарну реформу в США, більше знану як «Чиказький план» (1933). Суть реформи полягала в запровадженні 100 %-ї вимоги до комерційних банків щодо обов’язкового резервування.

291 Генрі Саймонс (1899–1946) — американський економіст, один із засновників так званої Чиказької школи економіки. Працював в Університеті Чикаго. Разом з Ірвінґом Фішером вважається одним із головних розробників «Чиказького плану» (1933).

292 Макроекономічна модель IS-LM, де IS — інвестиції та заощадження, LM — ліквідність та гроші (див.: https://www.jstor.org/stable/1907242).

293 Не менш вдалий приклад — заява прем’єр-міністра РФ Дмітрія Медвєдєва, зроблена в окупованому українському Криму перед громадою. Російською вона звучить так: «Денег нет. Но вы держитесь!».

294 І плюс 1,69 трлн доларів США під час третьої фази кількісного пом’якшення.

295 Вільям Ґладстоун (1809–1898) — колишній прем’єр-міністр Великої Британії, який очолював уряд своєї країни чотири рази в різний час. Крім того, його кілька разів призначали на пост міністра фінансів. Ґладстоун відомий своїми консервативними поглядами. На посту міністра фінансів дотримувався політики низьких видатків уряду.

296 Джеймз Б’юкенен (1791–1868) — американський політик, 15-й президент США.

297 Конгресмен Шин Даффі.

298 Дональд Кон, заступник голови ФРС.

299 Кеті Мінеган, президент Федерального резервного банку Бостона.

300 Ідеться про ліміт саме на номінальний обсяг державного боргу. Державний борг у США прийнято ще називати «національним боргом».

301 У США державні облігації називаються «казначейськими».

302 В Україні центральний банк використовує дещо іншу термінологію: замість «операційної процедури» вживається термін «операційний дизайн».

303 В Україні депозитні сертифікати НБУ та залишки резервних грошей на кореспондентських рахунках банків в НБУ також не обліковуються як державний борг. Перші мають такий самий операційний ефект як ОВДП — тобто дають процентний дохід. Другі (резервні гроші) не мають такого операційного ефекту — НБУ не платить за ними процентного доходу.

304 Спеціальні цінні папери, від англ. warrants.

305 Що виникає в приватному секторі під час економічної рецесії. Такими активами можуть бути IOU «широкого» уряду: готівкова валюта, резервні гроші, державні облігації (в Україні — ОВДП та депозитні сертифікати НБУ).

306 Мається на увазі обсяг його витрат.

307 Організація економічної співпраці і розвитку.

308 Приватна компанія, державне підприємство, самозайнятий підприємець чи неприбуткова організація.

309 Очікуваного стану поточного рахунку платіжного балансу та балансу внутрішнього приватного сектору до профіциту.

310 В Україні замість терміна «контроль за рухом капіталу» використовують широковживаний відповідник «валютний контроль».

311 «Бюджетний яструб» — прихильник жорсткого курсу на зменшення бюджетного дефіциту або підтримання збалансованого бюджету уряду. У США «бюджетних яструбів» уособлюють такі організації, як «Комітет за відповідальний федеральний бюджет» (http://www.crfb.org) та «Обмежуй борг» (http://www.fixthedebt.org).

312 Іншими словами, через посилений валютний контроль.

313 В Україні та інших країнах, що розвиваються, суб'єкти господарювання через слабкий внутрішній попит та заборгованість в іноземній валюті тяжіють до отримання виручки в іноземній валюті, яка законодавчо можлива лише під час експорту. Таким чином, бізнес-спільнота претендує на престижний статус експортера.

8. Політика повної зайнятості та цінової стабільності

У цьому розділі ми розглянемо економічну політику, яка сприятиме повній зайнятості та стабільності цін. Більшість економістів переконані, що повна зайнятість і стабільність цін несумісні. Безробіття розглядається як інструмент сприяння ціновій стабільності. Спершу ми проаналізуємо підхід ММТ до повної зайнятості. Спробуємо довести, що досягти повної зайнятості можливо навіть у спосіб, який фактично підвищує цінову стабільність. У наступному розділі ми зупинимося на високій інфляції та гіперінфляції. Багато критиків ММТ стверджують: якщо дотримуватися принципів ММТ (особливо тих, які випливають із підходу функціональних фінансів Лернера), результатом стане неконтрольована інфляція. Ми спростуємо ці побоювання.

8.1. Функціональні фінанси та повна зайнятість

Держава, яка емітує власну валюту, завжди може собі дозволити найняти незайняту робочу силу. Однак досягнення повної зайнятості може вплинути на рівень інфляції та валютний курс. Крім того, повна зайнятість досягається різними способами: уряд вживає заходів від «насосної прокачки» (додаткові витрати на збільшення сукупного попиту314) аж до прямого найму працівників.

В останні роки багато економістів повернулися до ідеї створення державної програми «Роботодавець останньої інстанції» (РОІ), яка також називається «Гарантована зайнятість» (ГЗ). Ця програма була запропонована у 1930-х як аналог діяльності центрального банку, що виконує функцію «кредитора останньої інстанції». Так само, як монетарна політика центрального банку гарантувала надання резервів у позику будь-якому банку, що не міг їх отримати інакше, фіскальна політика казначейства надавала робочі місця працівникам, які не могли їх знайти. У цьому параграфі ми розглянемо одну версію пропозиції ГЗ / РОІ. Вона узгоджується з підходом Лернера щодо функціональних фінансів, а також допомагає розв'язати потенційну проблему інфляції, якою він переймався.

Ми побачимо, що програма ГЗ / РОІ, по суті, діє як потужний макроекономічний стабілізатор, даючи змогу досягати повної зайнятості (відповідно до визначення) та підвищувати цінову стабільність. Річ у тім, що вона забезпечує ціновий якір — попри те, що дає робочі місця кожному, хто хоче працювати за зарплату, передбачену в програмі, та соціальний пакет. Ми змушені викласти тему стисло, а докладнішу інформацію можна прочитати в літературі, перелік якої подано в посібнику. Про цю програму було б легко написати цілу книжку, але ми можемо присвятити їй тут лише кілька сторінок. Прихильники універсальної програми з надання робочих місць, яку фінансує федеральний уряд, стверджують: немає жодного іншого способу, який забезпечив би роботою кожного, хто хоче працювати. (Кейнсіанські заходи «насосної прокачки» для збільшення сукупного попиту допомогли б досягти повної зайнятості лише тимчасово; вони не можуть забезпечити постійної повної зайнятості, бо дестабілізують економіку, створюючи інфляційний тиск та нестабільні фінансові бульбашки).

Розробка програми

У програмі «Гарантована зайнятість», або «Роботодавець останньої інстанції», уряд обіцяє зробити робоче місце доступним для будь-якого кваліфікованого працівника, що готовий та бажає працювати. Національний уряд забезпечуватиме фінансування універсальної програми з єдиною погодинною зарплатою315 та соціальним пакетом [Wray 1998; Burgess and Mitchell 1998]. Програма мала би передбачати часткову зайнятість та сезонну роботу, а також інші гнучкі умови праці за бажанням. Соціальний пакет підлягав би схваленню в Конгресі й міг би охоплювати охорону здоров'я, догляд за дітьми, вихід на пенсію за віком або соціальне забезпечення, а також звичайні відпустки та лікарняні. Зарплату встановлював би уряд; вона була б зафіксованою, допоки уряд не затвердив би підвищення її рівня — так само, як зазвичай законодавчо регулюється мінімальна зарплата.

Перевага єдиної базової зарплати полягає в тому, що вона обмежує конкуренцію із зарплатами, які платять інші роботодавці316. Роботодавці, які сплачують зарплату трохи вищу, ніж програмна, можуть

переманювати працівників з програми ГЗ / РОІ. Таким чином, зарплата в програмі ГЗ / РОІ стає базовою — мінімумом, нижче якого зарплати в економіці впасти не можуть. Це ефективний мінімальний розмір зарплати, оскільки кожен, хто бажає та готовий працювати, може її заробити, погоджуючись на роботу в програмі. Коли немає справжньої повної зайнятості, фактична мінімальна зарплата завжди дорівнює нулю — адже ті, хто не знаходять роботи, не можуть отримувати законодавчо встановлену мінімальну зарплату.

Переваги програми

Серед переваг — скорочення бідності, усунення багатьох соціальних проблем, пов'язаних із хронічним безробіттям (проблеми зі здоров'ям, насильство в подружжі, розпад сім'ї, зловживання наркотиками, злочинність), а також підвищення кваліфікації завдяки навчанню на робочому місці. Форстейтер наголошував на тому, якою корисною може бути програма для економічної гнучкості й довкілля [Forstater 1999]. Програма покращуватиме умови праці в приватному секторі, адже працівники матимуть можливість перейти в програму. Роботодавцям у приватному секторі доведеться запропонувати принаймні не гірші зарплату, соціальний пакет та умови праці. Неофіційний сектор скорочуватиметься, коли працівники офіційно працевлаштовуватимуться й отримають доступ до захисту, який забезпечує трудове законодавство. Дещо ослабне расова та гендерна дискримінація, адже працівники, до яких поставилися несправедливо, матимуть змогу взяти участь у програмі ГЗ / РОІ. Хоча сама програма не може припинити дискримінацію, вже давно визнано, що повна зайнятість — це важливе знаряддя в боротьбі за рівність [Darity 1999].

Деякі прихильники наголошують, що програма з єдиною основною зарплатою сприяє економічній та ціновій стабільності. Програма ГЗ / РОІ діятиме як автоматичний стабілізатор, адже зайнятість у ній зростає під час рецесії та скорочується в разі економічного зростання, що протидіє коливанням зайнятості в приватному секторі. Бюджет федерального уряду стане більш контрциклічним, бо його витрати на програму ГЗ / РОІ так само ставатимуть вищими за рецесії та зменшуватимуться під час зростання.

Крім того, єдина основна зарплата скоротить як інфляційний тиск у період економічного підйому, так і дефляційний тиск у період економічного спаду. На підйомі приватні роботодавці можуть приймати працівників на роботу з бази кандидатів програми, виплачуючи різницю від зарплати програми. Ця база працює як «резервна армія» працевлаштованих, пом'якшуючи зарплатний тиск в разі зростання зайнятості в приватному секторі. Під час рецесії працівники, скорочені з приватного сектору, можуть працювати за зарплату програми ГЗ / РОІ, яка встановлює мінімальний рівень падіння зарплат і доходу. Пізніше ми проаналізуємо це питання докладніше.

Питання макроекономічної стабільності

Як ми вже зазначали, програма ГЗ / РОІ встановлювала б фіксований (але періодично коригований) загальний компенсаційний пакет. Це мало гарантувати, що зарплата в програмі не тиснутиме на зарплати в приватному секторі конкуренцією, яка могла б спричинити їх рух по висхідній спіралі. Така зарплата лише встановлювала б мінімальний рівень, нижче якого зарплати приватного сектору падати не можуть. За аналогічним принципом діє система нижньої межі цін на сільськогосподарські товари — вона не спричиняє росту цін, а лише запобігає їх падінню. Програма ГЗ / РОІ справді розроблена за таким зразком, її можна розглядати як програму резервних запасів, подібну до програми стабілізації цін на вовну, що діяла свого часу в Австралії. (Австралійський економіст, адвокат програми «Гарантована зайнятість» Вільям Мітчелл, зрозумівши, що вона могла б функціонувати, як вовняна програма в його країні, фактично розробив свою пропозицію). Уряд купує вовну, коли ринкова ціна падає нижче рівня підтримки цін, та продає вовну, коли ринкова ціна перевищує цей рівень. За задумом, програма стабілізує ціни на вовну, щоб стабілізувати фермерський дохід і, відповідно, витрати на споживання тих, хто вирощує овець.

За умовами програми ГЗ / РОІ, уряд пропонує мінімальну ціну за працю, виплачуючи учасникам єдину базову зарплату. Він «продає» працю компаніям (а також державним роботодавцям поза ГЗ / РОІ) за будь-яку ціну, вищу від зарплати ГЗ / РОІ. Як і у випадку з мінімальною ціною на вовну, мінімальна ціна на працю не може безпосередньо генерувати інфляційний тиск на ринкову зарплату. Доки резервний запас праці достатньо великий, це допомагатиме стримувати ринковий тиск на зарплати загалом, оскільки уряд «продає» працю в період підйому. І саме тому, що праця — це частина затрат будь-якого виробництва, його собівартість буде стабільніша, доки програма стабілізуватиме зарплати. Як було зазначено вище, дохід і, відповідно, споживання постачальників вовни стабілізуються резервним запасом вовни; ГЗ / РОІ безпосередньо стабілізуватиме дохід і споживання працівників програми, а якщо інші зарплати й доходи завдяки програмі стануть ще стабільнішими, то це й надалі підвищуватиме макроекономічну стабільність.

Критики побоюються, що програма заохотить працівників з усіх галузей економіки вимагати вищих зарплат, і це призведе до інфляції. Однак є дві причини сумніватися в значущості наслідків. По-перше, ефективний резервний запас робочої сили сприятиме зниженню зарплатних вимог, бо роботодавці завжди матимуть можливість найняти працівників з резерву програми ГЗ / РОІ, якщо зарплатні вимоги інших працівників будуть надто високі. Цінові вимоги постачальників вовни пом'якшуються урядовим резервним запасом вовни; непоступливі постачальники вовни не зможуть підняти ціну на неї значно вище урядової ціни продажу. А ось друга причина сумніватися, що незговірливі працівники стануть вимагати підняття зарплат: що вища зарплата порівняно із рівнем ГЗ / РОІ, то більших збитків вони зазнають від втрати вище оплачуваних робочих місць. Якщо зарплата ГЗ / РОІ становить 15 доларів на годину, то цілком можливо, що

працівники поза програмою, які отримують 15,50 доларів на годину, матимуть стимул вимагати 15,75 на годину. Проте вони навряд чи вимагатимуть ще вищої платні в наступні роки — просто тому, що ризикують повернутися до роботи в ГЗ / РОІ за 15 доларів на годину. Вартість втратити роботу за 20 доларів на годину не така сама, як вартість втратити роботу за 15,50 доларів на годину.

Як щодо ефектів обмінного курсу?

Дотичний аргумент стосується обмінного курсу національної валюти: якщо створити робочі місця, які забезпечать дохід бідним, зросте споживання, зокрема й імпорту. Це погіршить торговельний дефіцит, знецінить валюту і, можливо, пришвидшить інфляцію через ефект «переносу», що буває під час зміни обмінного курсу (ціни на імпорт зростають, коли національна валюта знецінюється проти іноземної, сприяючи інфляції цін на товари з внутрішнього споживчого кошика). Іншими словами, безробіття та бідність вважаються ціною, яку потрібно заплатити за підтримання не лише низької інфляції, а й вартості валюти. (Це пов’язано з кривою Філліпса: щоб стримувати зарплати та інфляцію, потрібно багато безробітних317).

Можна дати дві відповіді. Перша — етична. Чи повинна держава забезпечувати макроекономічну стабільність, утримуючи частину населення достатньо бідною для того, щоб вона не могла дозволити собі споживати імпортні товари? У ширшому розумінні, чи прийнятні безробіття та бідність як інструменти економічної політики, завдяки яким підтримується стабільність валюти? Чи можливо досягти цієї мети в інший спосіб? Якщо ні, то чи повинна влада країни допустити деяке знецінення валюти, щоб ліквідувати такі соціальні явища, як безробіття та бідність? Проти використання бідності та безробіття як першочергових інструментів економічної політики, використовуваних для досягнення стабільності цін та обмінного курсу, існують вагомі етичні аргументи.

Однак тезу, що програма загрожує ціновій та валютній стабільності, можна поставити під сумнів. Ми не стверджуємо, що програма не вплине на конкретний індекс цін (такий як індекс споживчих цін; див. наступний розділ) чи обмінний курс валюти. Натомість ми доводимо, що програма ГЗ / РОІ — це економічний якір для внутрішньої та зовнішньої вартості валюти, адже підвищує макроекономічну стабільність.

Упровадження програми ГЗ / РОІ не створюватиме внутрішньої інфляції, хоча може стати причиною одноразового зростання зарплат та цін загалом по економіці, що залежатиме від того, на якому початковому рівні встановлена програмна зарплата (і соціальний пакет).

Відповідно, якщо завдяки програмі ГЗ / РОІ збільшується дохід домогосподарств, так само може піднятися й попит на імпортовані товари та послуги. Навіть якщо обмінний курс валюти падає (і навіть якщо є певний ефект «переносу» на інфляцію), підтримка стабільної зарплати в

програмі запобігатиме розкручуванню цінової спіралі (тобто не дасть утворитися замкнутому колу, коли ціни зростають у відповідь на ріст зарплат, які, зі свого боку, підвищуються через ціни). Якщо держава не готова дозволити торговельному дефіциту збільшуватися зі зростанням зайнятості й доходу в програмі ГЗ / РОІ, для цього їй доступні всі інструменти економічної політики, окрім тих, що змушують бідних і безробітних нести весь тягар економічних проблем. Іншими словами, держава все-таки може використовувати торговельну політику, імпортозаміщення, податки на розкіш, контроль за рухом капіталу, політику процентних ставок, податки з обороту тощо, коли хоче мінімізувати зростання тиску на обмінний курс національної валюти. (Сумнівно, що таку політику здійснюватиме багата, розвинута економіка. Пам'ятайте, що експорт — це витрати, а імпорт — вигода; щойно проблему безробіття буде ліквідовано, зникне й головний аргумент проти імпорту).

Питання доступності

Як ми вже побачили, суверенна держава з власною валютою та плаваючим обмінним курсом завжди може фінансово подужати програму ГЗ / РОІ. Поки є працівники, готові працювати за програмну зарплату, держава може «дозволити собі» їх наймати. Вона виплачує зарплати, збільшуючи (бухгалтерськими проводками з кредиту) банківські рахунки. Ані податкові надходження, ані попит на державні облігації жодним чином не стримують витрати держави на ГЗ / РОІ.

Водночас видатки на програму ГЗ / РОІ не зростатимуть безмежно. І, як було зазначено, обсяг резерву працівників коливатиметься залежно від циклу, автоматично скорочуючись, коли приватний сектор зростає. Під час рецесії працівники, викинуті з приватного сектору, знаходять робочі місця в програмі ГЗ / РОІ, збільшуючи державні витрати і в такий спосіб стимулюючи приватний сектор, щоб він починав наймати робітників з резерву. У дослідженнях [Harvey 1989] та [Wray 1998] чисті витрати уряду на універсальну програму РОІ для Сполучених Штатів було оцінено менш ніж у 1 % від ВВП; аргентинська програма «Хефес» (обмежена програма ГЗ / РОІ; див. нижче) досягла піку валових витрат на рівні 1 % ВВП (без сумніву, ця цифра перевищує чисті витрати, бо без програми «Хефес» державі довелося б виділяти більше коштів на інші програми боротьби з бідністю).

Коливання зайнятості

Дехто переймається, що коливання рівня зайнятості можуть бути надто сильні, щоб ними керувати. Під час економічного спаду потрібно створювати безліч робочих місць, а на підйомі від багатьох проектів

доведеться відмовитися, коли працівники виберуть працевлаштування в приватному секторі економіки. Деякі види проектів потрібно буде продовжувати, навіть якщо резерв працівників у програмі ГЗ / РОІ скоротиться: наприклад, «Їжа на колесах» — доставка гарячих обідів літнім людям. Інші проекти, такі як відновлення громадської інфраструктури чи зведення будинків для бідних «Житло для людства», в період економічного підйому будуть скорочені.

Типове коливання кількості працівників у програмі ГЗ / РОІ для економіки США становитиме приблизно 4 млн осіб — від мінімальної кількості у 8 млн працівників на підйомі економіки до 12 млн на спаді. Це, безумовно, приблизний розрахунок, який базується на даних про кількість безробітних і тих, хто з різних причин не ввійшов до категорії працездатного населення, проте, ймовірно, може прийняти пропозицію з працевлаштування. Також ми маємо оцінити звичайне коливання зайнятості за межами програми ГЗ / РОІ протягом бізнес-циклу. (Втрати робочих місць у США внаслідок Великої фінансової кризи 2008 року були значно більші — можливо, втричі більшими від «звичайних», — але це тому, що не було підготовлено програму резервного запасу, яка відповідала б рівню падіння економіки). Суть у тому, що коливаннями зайнятості можна керувати; щоб більшість проектів могли тривати, навіть на економічному підйомі буде достатньо працівників у резерві, а в період спаду нових працівників можна залучити до наявних проектів і відновити чи створити деякі інші проекти.

Блок: Робота для всіх: забраклий, але важливий елемент ходи Мартіна Лютера Кінґа на Вашингтон

«Саме закостеніла державна байдужість до нещасть першою роздмухала полум’я люті й розчарування. Коли над негритянськими ґетто навис батіг безробіття, уряд досі перебивається млявими заходами, досі відмовляється стати роботодавцем останньої інстанції. Він просить бізнес-середовище залагодити проблеми так, наче його минулі помилки претендують на успіх», — написав преподобний доктор Мартін Лютер Кінґ-молодший у своєму останньому листі з проханням підтримати «Ходу на Вашингтон за робочі місця та свободу».

Згадаймо, що востаннє тема гарантованої зайнятості привертала до себе увагу американської громадськості на початку 60-х років XX століття. Кінґ розумів, що доступність робочих місць — вирішальний компонент громадянських прав.

Ще у 2001 році Метью Форстейтер зібрав чимало записів доктора Кінґа, де той пояснював, чому потрібен гарантований доступ до робочих місць. Див. статтю «Забезпечення державною роботою: найкраща данина докторові Кінґу», спеціальний звіт 01/01 (http://www.cfeps.org/pubs/sr/sr0101/). Зараз я повторю деякі аргументи і процитую доктора Кінґа (бібліографію наведено нижче):

Кінґ: У негритянській громаді — справжня депресія. Коли в негритянській громаді масове безробіття, це називається соціальною проблемою; коли масове безробіття серед білих, це називається депресією. Але факт у тому, що в негритянській громаді панує велика депресія. Рівень безробіття велетенський, і в деяких містах серед темношкірої молоді він сягає аж сорока відсотків [King 1968].

Кінґ: Саме лише економічне зростання не може залагодити справи із зайнятістю темношкірих. Воно забезпечує основу для покращення, але все інше слід добудувати, особливо якщо потрібно розв'язати жахливу ситуацію з молоддю. Під час економічного підйому негритянська молодь страждає від безробіття так само, як у період економічної кризи. Вона — вибуховий аутсайдер американського економічного зростання... [King 1967].

Кінґ: Якщо сьогодні кваліфікована чи напівкваліфікована темношкіра людина намагається піднятися драбиною економічного достатку, то починає конкурувати з білим працівником — тоді як автоматизація виробництва знищує сорок тисяч робочих місць на тиждень. Можливо, така ситуація — неминучий продукт соціальних та економічних потрясінь, однак це неприпустимо, і темношкірі більше не дозволять протиставляти себе білим працівникам в умовах постійного зниження пропозиції робочих місць [King 1963].

Форстейтер: Доктор Кінґ знову і знову повторював свою пропозицію, що «уряд ... має стати роботодавцем останньої інстанції» [King 1971 (1963)]: «Нам потрібен закон про економічні права. Він ґарантував би роботу всім, хто хоче і має змогу працювати... Це б означало створення конкретних робочих місць у секторі з надання суспільних послуг» [King 1968].

Кінґ: Ми повинні розробити федеральну програму громадських робіт, перепідготовки та робочих місць для всіх: щоб ніхто — ні білий, ні чорний — не мав причини відчувати загрозу. Зараз тисячі робочих місць на тиждень зникають унаслідок автоматизації та інших технологій підвищення виробничої ефективності... Чорні та білі, ми всі постраждаємо, якщо не зробити чогось грандіозного та вражаючого. Безробітного білого, якого обсіли злидні, потрібно змусити зрозуміти, що він в одному човні з чорним. Разом вони змогли б чинити масштабний тиск на уряд, щоб отримати робочі місця для всіх. Разом вони утворили б великий союз. Разом вони об'єднали б усіх людей заради загального добра [King 1965].

Форстейтер: У праці «Куди ми рухаємося?» (1967) доктор Кінґ представив своє бачення програми «Забезпечення роботою в секторі суспільних послуг». По-перше, розвиток навичок та освіта — це результати, а не умови програми. По-друге, робочі місця породжують проблему із суспільним і соціальним обслуговуванням, якого недостатньо і яке приносить користь найнужденнішим прошаркам суспільства. По-третє, програма ґенерує доходи окремих осіб та сімей, що мають незадоволені потреби. По-четверте, наявні численні соціально-психологічні вигоди для окремих осіб, сімей, громад і держави.

Кінґ: Розширення послуг для населення може бути тією галуззю економіки, якої бракує, яка поглине безробіття, що триває в Сполучених Штатах. [Можливо, саме] ця галузь змінить на краще ситуацію з безробіттям в Америці. Розширення послуг для населення ... трудомістке, і наразі вимагає радше людського ресурсу, а не великих капіталовкладень, як у будівництві чи інших сферах; воно задовольняє великі потреби, не забезпечені приватною підприємницькою діяльністю; залучає робочу силу, яку можна навчити та розвинути на робочому місці. Розширення послуг для

населення має бути швидким. Воно має бути сплановане в такий спосіб, щоб гарантувати створені робочі місця не для професіоналів з дипломами коледжу чи з кількома вищими освітами, а насамперед для людей з околиць, які можуть виконувати важливі функції для свої сусідів... Менш освічені люди можуть виконувати багато роботи, яку зараз виконують високоосвічені, а також багато інших нових та потрібних завдань [King 1967: 197–198].

В іншій своїй праці Форстейтер застосував пропозицію Кінґа до сьогодення, аналізуючи проблеми, що постали наприкінці століття — через 50 років після поштовху, який спонукав Кінґа до боротьби за громадянські права; див. публікацію Метью Форстейтера: «Підхід повної зайнятості для скорочення бідності та безробіття серед темношкірих у Сполучених Штатах», робочий документ № 7, березень 2000 року, http://www.cfeps.org/pubs/wp/wp7.html:

Форстейтер: Деріті та ін. (1994) стверджують, що разом із переходом від промислового капіталізму до так званого менеджерського капіталізму чи менеджерського суспільства темношкірий «прошарок» перестав бути резервною армією робочої сили.

«Непрацездатний прошарок» дисциплінує робочий клас не погрожуючи відібрати робочі місця, а радше слугуючи прикладом, що «це міг бути ти». Далі Форстейтер наводить цитати зі «Стану чорної Америки» (1996), в якому Національна ліга міст закликає до політики, яка повинна «мати щось на кшталт лазерного прицілу, сфокусованого на бідних центральних районах міст»:

Не робіть помилок, люд з проблемних районів міст318 хоче працювати. Ми повинні розширювати діяльність зі створення робочих місць, якщо хочемо, щоб люди з центральних районів міст знайшли роботу й почали працювати, — і якщо хочемо, щоб міста ожили та запрацювали. Немає макроекономічної політики, немає сценарію економічного зростання, немає концепції зразкових міст, немає стратегії капіталізму для чорного населення, немає програми зі створення зон для експериментальної підприємницької діяльності — тобто немає заходів, що за рівнем амбітності могли б зрівнятися з програмою «Адміністрація будівельних робіт для національного розвитку», яку запровадив уряд США в добу Великої депресії, сподіваючись швидко викорінити безробіття. [Немає] нічого антиамериканського у витрачанні державних грошей з метою заповнення кричущих прогалин на ринку праці.

Бібліографія праць доктора Мартіна Лютера Кінґа-молодшого, пов’язаних з ідеєю «Робота для всіх»

King, Jr., Martin Luther. 1963. Why We Can’t Wait, New York: New American Library.

Interview with Dr. Martin Luther King, Jr. 1965. Playboy, January, 117ff.

King, Jr., Martin Luther. 1967. Where Do We Go From Here: Chaos or Community? New York: Harper & Row.

King, Jr., Martin Luther. 1968. “Showdown for Nonviolence”, Look, Vol. 32, April 16, pp. 23–25.

Dr. King’s last letter requesting support for his March on Washington in R. Goodman. 1971. After the Planners, New York: Simon and Schuster, p. 32.

King, Jr., Martin Luther. 1972 [1968]. “New Sense of Direction”, Worldview, 15, April.

Інші цитовані праці

Darity, Jr., William A. and Samuel L. Myers, Jr. (with Emmett D. Carson and William Sabol). 1994. The Black Underclass: Critical Essays on Race and Unwantedness, New York: Garland.

National Urban League. 1996. The State of Black America 1996, New York: National Urban League, Inc.

8.2. Програма ГЗ / РОІ для держави, що розвивається

Перед невеликою державою, що розвивається, постає кілька викликів. По-перше, вона часто виробляє невеликий асортимент товарів та імпортує чимало продукції, якої не виробляє (хоча не всі види товарів потрапляють у споживчий кошик значної частини населення). Крім того, її експорт буває обмежений ще меншим асортиментом товарів. Зростання грошового доходу може одразу почати тиснути на валютний курс. По-друге, офіційний сектор економіки буває невеликим, а виробництво та зайнятість переважають у неофіційному секторі, до того ж існує значна невідповідність між зарплатами на офіційному та неофіційному ринках праці. По-третє, адміністративна функція національного уряду може бути доволі обмежена. Внутрішньої інфраструктури може не вистачати для істотного розширення виробничих потужностей. І нарешті обмінний курс національної валюти, швидше за все, прив’язаний до іноземної.

За таких умов, якщо запровадити універсальну програму ГЗ / РОІ на національному рівні і встановити зарплату, яка дорівнюватиме мінімальній в офіційному секторі, в неї просто рине потік працівників із неофіційного сектору. Грошові доходи зростатимуть, і збільшуватиметься попит на споживчі товари, зокрема й імпортовані товари «розкоші», що були недоступні для більшості населення. Торговельний баланс може погіршитися, й уряд швидко втратить міжнародні резерви, необхідні для підтримки монетарного режиму прив’язки власної валюти. Внутрішні ціни зростуть (хоча прямий тиск на ціни товарів вітчизняного виробництва буде незначний, якщо це будуть, як кажуть економісти, низькопробні товари, які купують здебільшого бідні сім’ї). Та важливіше те, що коли валюта знеціниться, зростуть і ціни на імпортні товари. Криза обмінного курсу може спричинити економічну кризу. Чи можливо уникнути таких наслідків?

Спершу з’ясуймо, як ця держава може знизити вплив на ціни, валютний курс і торговельний баланс. Їй потрібно буде обмежити вплив програми на монетарний попит, що можна зробити шляхом утримання монетарної зарплати в програмі близькою до середньої зарплати, яку заробляють у неофіційному секторі. Тобто замість того, щоб встановлювати зарплату на мінімальному рівні в офіційному секторі, її можна наблизити до зарплати неофіційного сектору. Бідність можна знизити, якщо загальний компенсаційний пакет ГЗ / РОІ включатиме позаринкове забезпечення товарами першої необхідності. Наприклад, продуктами харчування вітчизняного виробництва, одягом, житлом та базовими послугами (охорона здоров’я, догляд за дітьми та літніми людьми, освіта, транспортні послуги). Через те, що все це буде надано в «негрошовій формі», працівники з програми будуть обмежені в можливостях використовувати грошовий дохід для заміни імпорту вітчизняною продукцією. Крім того, виготовлення продукції працівниками із програми ГЗ / РОІ може забезпечити істотну або навіть переважну частину цих товарів і послуг, мінімізуючи наслідки для державного бюджету та торговельного балансу.

Якщо програма безпосередньо забезпечує базовими товарами першої необхідності, а також грошовим доходом, що дорівнює доходу, попередньо зароблену на неофіційному ринку, це матиме певний нетто-ефект для монетарного попиту. Ба більше, щоб виробити продукцію, працівники з програми ГЗ / РОІ можуть потребувати імпортних інструментів або інших компонентів виробничого процесу. Точний прорахунок майбутніх заходів може допомогти урядові мінімізувати небажані впливи. Наприклад, обсяг імпорту необхідних інструментів та матеріалів можна пов’язати319 з обсягом експортних надходжень чи обсягом міжнародної допомоги. Через те, що виробничі технології в програмі ГЗ / РОІ гнучкі (виробництво не мусить обов’язково задовольняти звичайні в ринковому середовищі вимоги з прибутковості — див. [Forstater 1999]), уряд може поступово збільшувати «коефіцієнти достатності капіталу» відповідно до власної здатності фінансувати імпорт обладнання. Важливе завдання проектів ГЗ / РОІ — допомагати державі збільшувати виробництво на експорт. А найочевидніший приклад ефективності програми — забезпечення громадської інфраструктури задля скорочення експлуатаційних витрат і залучення приватних інвестицій.

Поетапна реалізація програми допоможе послабити небажані впливи на офіційний та неофіційний ринки, водночас обмежуючи наслідки для державного бюджету. Крім того, починаючи з малого, уряд здобуде необхідні навички для реалізації більшої програми. Так, Аргентина обмежила свою програму гарантованої зайнятості, дозволивши участь у ній лише одному представникові з кожної бідної сім’ї (як правило, це був голова домогосподарства). Програму можна розпочати ще з меншого — дозволити кожній родині зареєструвати голову домогосподарства для можливої участі, але робочі місця надавати методом лотереї. Відповідно, програма ростиме плановаными темпами. Щоб працевлаштувати певну кількість голів домогосподарств із громади (знову ж таки, методом лотереї), можна обрати найкращі індивідуальні проекти, запропоновані в невеликих громадах (наприклад, на рівні села). Децентралізація розвитку проектів, управління та нагляду за ними зменшить адміністративний тягар для центрального уряду і водночас гарантуватиме задоволення потреб місцевих громад.

Ще один приклад: Індія реалізує програму гарантованої зайнятості лише для сільських працівників, які мають право вимагати 100

днів оплачуваної роботи на рік (див. нижче). Участь у програмі лише сільських жителів допомагає зменшити їх міграцію в міста задля пошуку роботи, а обмеження до 100 днів скорочує кількість створених проектів ГЗ / РОІ (а також деструктивний вплив програми на місцевий сільськогосподарський сектор, де робоча сила потрібна лише сезонно; програма працевлаштовує людей, коли ті не працюють у сільському господарстві).

Іншими словами, ми віддаємо перевагу універсальній програмі ГЗ / РОІ, яка виплачує прожитковий мінімум. Але з практичних міркувань, можливо, доведеться починати з чогось меншого і працювати для досягнення цієї мети. Плануючи програму ГЗ / РОІ, потрібно брати до уваги ситуацію в кожній конкретній країні, зокрема політичні реалії.

Агентства міжнародної допомоги можуть частково профінансувати програму, як це зробили в Аргентині. Звичайно, суверенна держава завжди може виплачувати зарплати в національній валюті, тож для цього міжнародна допомога не потрібна. Однак завдяки зниженню рівня бідності збільшується імпорт, і для самої програми часто потрібно імпортувати певне обладнання. У таких випадках міжнародна допомога у формі іноземної валюти буває корисною. Та якщо програма ГЗ / РОІ не підвищить експорт для обслуговування зовнішнього боргу, позик в іноземній валюті варто уникати.

Продаж частини продукції з програми ГЗ / РОІ на внутрішньому і, можливо, на зовнішньому ринках дасть певний дохід. Наприклад, працівники «Хефес» в Аргентині виготовляли одяг та меблі, які продавалися на офіційних ринках. А крім цього, деякою продукцією з програми можна замінити державні закупівлі; скажімо, працівники «Хефес» виробляли уніформу для уряду. Та загалом продукція ГЗ / РОІ не повинна конкурувати з приватним сектором.

Урядові не слід накопичувати заборгованість в іноземній валюті, яку потім буде важко обслуговувати. За потреби чи бажання уряд може використовувати традиційні методи захисту торговельного балансу та прив’язки обмінного курсу валюти: мита, обмеження імпорту, контроль за транскордонним рухом капіталу. У випадках, коли програма ГЗ / РОІ піднімає грошові зарплати й грошове споживання, її вплив на торговельний баланс та обмінний курс стає тотожним впливу від економічного зростання. Аргументи за і проти «втручання» у сферу міжнародної торгівлі та транскордонних потоків капіталу добре відомі й не потребують подальшого обговорення. В останні роки консенсус дещо похитнувся: захист економіки від міжнародного руху товарів та капіталу стали вважати прийнятним; за потреби він визначається на підставі внутрішніх умов кожної окремої країни.

Блок: Працевлаштування як право людини

Право на роботу визнається Загальною декларацією прав людини ООН. Стаття 23 гарантує, що:

1) Кожен має право на працю, вільний вибір зайнятості, справедливі і сприятливі умови праці та захист від безробіття. 2) Кожен, без будь-якої дискримінації, має право на рівну оплату за рівну працю. 3)

Кожен, хто працює, має право на справедливу й задовільну винагороду, яка забезпечує йому та його сім'ї існування, варте людської гідності, і яка за потреби доповнюється іншими засобами соціального захисту. 4) Кожен має право створювати професійні спілки та приєднуватися до них для захисту своїх інтересів.

8.3. Питання керованості програми ГЗ / РОІ

Деякі критики стверджують, що програма ГЗ / РОІ так розростеться, що стане некерованою. Мовляв, центральному урядові буде важко стежити за всіма учасниками програми, щоб вони були задіяні в корисних проектах. Ще гострішою проблемою може стати корупція, якщо менеджери проектів почнуть розкрадати кошти. Коротко проаналізуємо деякі методи, які можна використати для покращення керованості програми гарантованої зайнятості.

По-перше, національному урядові не обов'язково започатковувати та реалізовувати програму. Її можна суттєво децентралізувати — до місцевих державних адміністрацій, місцевих некомерційних громадських організацій, агенцій з дозвілля та парків, шкільних округів і кооперативів працівників. Місцеві громади могли б пропонувати проекти, а місцеві агентства чи державні адміністрації керували б ними. Тоді втручання національного уряду обмежилося б наданням фінансування і, можливо, затвердженням проектів. Саме так працювала програма в Аргентині й певною мірою тепер працює в Індії.

Для того, щоб зменшити ймовірність розкрадання коштів, національний уряд може виплачувати зарплати безпосередньо учасникам програми. Наприклад, у США номер соціального страхування — це ідентифікатор особи, і він є в програмах соціального забезпечення, коли уряд виплачує за ним пенсії за вислугу років, перераховуючи кошти безпосередньо на банківський рахунок кожного учасника програми. Аналогічно можна здійснювати виплати в програмі ГЗ / РОІ. Якщо менеджери програм ніколи не матимуть справи із державними фінансами, їх буде важко розкрадати. Звісно, іноді траплятимуться певні шахрайства, такі як платежі на номер соціального страхування когось, хто не працює чи помер. Прозорість — це правильний шлях у боротьбі з корупцією: інформація про всіх учасників та всі платежі через інтернет має бути публічною, а тих, хто допомагає викривати шахраїв, потрібно винагороджувати. (Питання приватності викличе суспільне занепокоєння. Проте зауважте, навіть у Сполучених Штатах зарплати бюджетних працівників зазвичай перебувають у публічному доступі. Оскільки працівникам із програми ГЗ зарплати виплачувалися б із державного сектору, то це вже прецедент для прозорості державних програм).

Щоб покрити адміністративні та матеріальні витрати, національний уряд може виділяти на проекти певні кошти, не призначені для зарплат. У програмах із прямого створення робочих місць загальноприйнятою була сума, що дорівнювала 25 % зарплатного фонду. Що більша оплата, то

сильніше нездорове прагнення менеджерів створювати та очолювати нові проекти лише заради отримання цього фінансування. Тому фінансування адміністративної роботи потрібно утримувати на невисокому рівні і вимагати зустрічний потік коштів (доходи) від реалізації проектів, щоб покрити певну частину адміністративних витрат.

Там, де виробництво працює на отримання прибутку, нездорові стимули ще більші, адже існує спокуса включити приватних комерційних працедавців у таку програму. Приватний працедавець може замінити своїх працівників на працівників ГЗ / РОІ, щоб скоротити зарплатний фонд. Кооперативи робітників можуть працювати краще і запропонувати проект виробництва продукції на продаж на ринках. Програма ГЗ / РОІ може виплачувати частину своїх зарплат упродовж певного періоду (скажімо, року), після чого кооператив має стає автономним. Якщо він не зможе покладатися сам на себе, працівники будуть змушені перейти у звичайні проекти ГЗ / РОІ. (З кооперативами працівників експериментувала аргентинська програма «Хефес»).

Очевидно, що слід вивчити значно більше питань щодо управління проектами. У світі існує безліч програм із прямого створення робочих місць, які фінансує уряд. Програми потрібно пристосовувати до конкретних умов кожної держави. І в цьому процесі буде багато експериментів, спроб і помилок. Деякі проекти не стануть успішними з погляду забезпечення роботою з вироблення соціально корисної продукції. Завжди потрібно пам’ятати, що безробіття — соціально ганебніша та економічно менш ефективна альтернатива.

Зауважте також, що більшість приватних компаній зазнають невдачі та банкрутують, викидаючи працівників у черги безробітних. Дехто вважає, що це фатальний обвинувальний вирок для підприємства, яке створюється заради прибутку. Слід бути готовими, що коефіцієнт успіху дещо нижчий за 100 % — як для програм ГЗ / РОІ, так і для приватних працедавців.

Блок: Кейнс про безробіття

Джон Мейнард Кейнс, якого часто його називають батьком сучасної макроекономіки був, мабуть, найвидатнішим економістом XX століття. Економічну політику, яку взяли за основу після Другої світової війни, змоделювали на підставі того, що, на думку політиків, було його основною ідеєю: щоб сприяти економічному зростанню та зайнятості, урядові слід підвищувати сукупний попит. За «ери Кейнса», тобто впродовж кількох десятиліть після Другої світової війни, були вищі темпи економічного зростання та нижчі показники безробіття. Однак, як було зазначено в розділі 6, політику високої зайнятості відкинули більшість країн, оскільки економісти та відповідальні за економічну політику урядовці повірили, ніби повна зайнятість несумісна з ціновою стабільністю. Велика кількість безробітних вважалася обов’язковою, щоб можна було тримати зарплати під контролем (це відома ідея кривої Філліпса). Натомість Кейнс відкидав цю ідею як «справжнісіньке безглуздя». Хоч він і не просував програми ГЗ / РОІ, але таки агітував уряд прямо створювати робочі місця. Виявилося, що Кейнс також віддає перевагу прямим витратам320, на відміну від «насосної прокачки». Однак я не заглиблюватимуся в усі ці деталі, а

просто наведу дві свої улюблені цитати Кейнса — про безробіття і про те, як «діяти», тобто вирішувати проблеми:

Консерватори переконані, що працевлаштуванню людей запобігає закон природи. Вони вважають, що «нерозсудливо» наймати більше людей і що утримання десятої частини населення в безробітті впродовж невизначеного часу показує фінансову «стійкість» економіки. Усе це справжнісіньке безглуздя — жодна людина, чия голова не була забита нісенітницями всі останні роки, в це не повірить... Тому нашим основним завданням буде підтвердити інстинкт читача, який підказує йому: те, що здається слушним, і є слушним, а що здається нісенітницею — і є нісенітниця. Ми маємо спробувати йому показати: із пропозицією нових форм зайнятості більше людей буде працевлаштовано. Цей висновок самоочевидний, у ньому немає жодних підводних каменів. Ми повинні показати, що залучити безробітного до роботи над важливими завданнями означає саме те, на що це схоже — збільшення національного багатства. І ми також повинні показати, що застереження, ніби ми фінансово себе зруйнуємо, якщо використовуватимемо всі ці заходи для збільшення нашого добробуту, — це ніщо інше, як страшилка [Джон Мейнард Кейнс 1972: 90–92].

Щойно в нас запанує нова атмосфера для того, щоб діяти, замість тієї, що стримує та заперечує, мозок кожного буде зайнятий, і буде маса претендентів на увагу, точний характер якої буде неможливо визначити наперед [Кейнс 1972 (1929): 99].

Чудовий аналіз програм зайнятості «Новий курс» див. у публікації Джона Генрі (http://neweconomicperspectives.blogspot.com/2012/01/federally-funded-jobs-program-lessons.html#more).

8.4. Програма ГЗ / РОІ та реальний світовий досвід

У світі впроваджувалося багато програм зі створення робочих місць; деякі з них мали вужчий, а інші — ширший фокус. Уряд США під час реалізації політики «Нового курсу» (30-ті роки XX століття) започаткував кілька помірковано інклюзивних програм, таких як Громадянський корпус охорони довкілля та Адміністрація будівельних робіт для національного розвитку. У Швеції уряд утілював у життя широкі програми зайнятості, які гарантували доступ до робочих місць [Ginsburg 1983]. З часів Другої світової війни й аж до 70-х років багато країн, зокрема й Австралія, підтримували свої економіки в стані, близькому до повної зайнятості (офіційний рівень безробіття321 був нижче 2 %). Вони досягали цього, поєднуючи високий сукупний попит та пряме створення робочих місць, що мало незначний рівень координації. (Часто існував неформальний «роботодавець останньої інстанції» — наприклад, національна залізниця чи армія, які могли винаймати майже всіх охочих). Як стверджували Мітчелл і Мейскен, державне зобов’язання підтримувати повну зайнятість стимулювало уряд до політики, яка створювала робочі місця

навіть без впровадження всеосяжної універсальної програми ГЗ / РОІ [Mitchell and Muysken 2008].

Упродовж Великої депресії 30-х років Сполучені Штати, як і багато інших країн, схвалили кілька програм зі створення робочих місць. «Новий курс» не був частиною універсальної програми ГЗ / РОІ, але мав величезні масштаби й довгострокові результати — такі як громадські будівлі, дамби, автомагістралі, національні парки та туристичні маршрути, що й досі служать американцям. Наприклад, працівники з Адміністрації громадських робіт

узяли на себе завдання, що почали трансформацію фізичного обличчя Америки. Вони побудували дороги і школи, мости і дамби. Виставковий павільйон «Палац корів»322 у Сан-Франциско, аеропорт Ла-Гвардія в Нью-Йорку, Національний аеропорт (тепер ім. Рейґана) у Вашингтоні, «Тімберлайн-лодж» в Ореґоні, міст Аутер-Драйв на вулиці Лейк-Шор-Драйв у Чикаго, набережну Рівер-Вок у Сан-Антоніо... Працівники цієї програми шили одяг, набивали матраци та ремонтували іграшки; подавали гарячі обіди школярам, надавали допомогу хворим; доставляли бібліотечні книги до віддалених селищ верхи на конях; рятували жертв повеней; малювали гігантські мурали на стінах лікарень, середніх шкіл, приміщень судів та мерій; показували вистави та грали музику перед охочою публікою; а ще писали інструкції для сорока восьми штатів, які понині залишаються зразком для наслідування. А коли над Сполученими Штатами почали нависати хмари світової війни, саме працівники Адміністрації громадських робіт модернізували армію та повітряні бази, масово йдучи навчатися, щоб задовольнити військові потреби держави [Taylor 2008].

Програми зі створення робочих місць «Новий курс» працевлаштували 13 млн осіб. Адміністрація громадських робіт була найбільшою програмою, яка працевлаштувала 8,5 млн і тривала вісім років; на неї витратили близько 10,5 млрд доларів США [Taylor 2008: 3]. Програма починала діяти в країні з фактично зруйнованою економікою і в багатьох важливих аспектах не лише допомогла відродити її, а й вивела у XX століття. Адміністрація громадських робіт звела 1046 тис. км доріг, 78 тис. мостів, 125 тис. громадських та військових будівель, 1027 км злітно-посадкових смуг; нагодувала дітей 900 млн гарячих обідів, підтримувала діяльність 1500 дитсадків, давала концерти перед 150 млн глядачів і створила 475 тис. витворів мистецтва. Програма трансформувала та модернізувала Америку [Taylor 2008: 523–524].

Дімітріс Пападімітріу підсумував інформацію про кількість реальних випадків прямого створення урядом робочих місць у всьому світі, деякі з них — у країнах, що розвиваються:

Історія урядових програм із прямого створення робочих місць у секторі надання суспільних послуг має довготривалі позитивні результати. Упродовж минулого століття Сполучені Штати, Швеція, Індія, ПАР, Аргентина, Ефіопія, Південна Корея, Перу, Бангладеш, Гана, Камбоджа, Чилі та інші країни періодично бралися до політики, яка робила їх «роботодавцями останньої інстанції» (термін 1960-х років, який належить Гайману Мінськи), коли попит у приватному секторі був недостатній. Наприклад, Південна Корея в часи обвалу 1997–1998 років запровадила Генеральний план подолання безробіття, на який пішло 10 % державних

витрат. Ця програма працевлаштовувала на державні проекти, як-от вирощування лісів, будівництво невеликих громадських будівель, ремонти комунальних служб, роботи з очищення довкілля, комплектування штату громадських центрів і центрів покращення культурно-побутових умов, а також проекти, пов'язані з інформацією / технологіями і призначені для молоді, що зналася на комп'ютерах. Унаслідок цього економіку країни не лише було відновлено після кризи, а навіть почалося процвітання (http://www.latimes.com/news/opinion/la-oe-papadimitriou-job-creation-20120105,0,607208.story?track=rss&mid=56).

Звернімося до нещодавніх прикладів Аргентини та Індії.

Через економічну кризу, яка настала з крахом її монетарного режиму, що підтримував валютний коридор, Аргентина започаткувала програму «План Хефес і Хефас»323. Вона гарантувала робоче місце для голів домогосподарств серед бідних та нужденних [Tcherneva and Ray 2005]. Було успішно створено 2 млн нових робочих місць, які не лише забезпечили працевлаштування й дохід для незаможних сімей, а й послуги та безкоштовні товари для бідних громад. Не так давно, у 2005 році, Індія ухвалила Закон про державні гарантії зайнятості в сільській місцевості, який зобов'язує уряд працевлаштовувати в проекті громадських робіт кожного дорослого, який проживає в сільській місцевості. Робоче місце має стати доступним упродовж 15 днів із моменту реєстрації й забезпечувати зайнятість на мінімум 100 днів на рік [Hirway 2006]. Ці програми свідчать про доволі недвозначне визнання того, що уряд може і повинен діяти як роботодавець останньої інстанції. І справді, індійська програма — частина загальної ідеї дотримання прав людини: права на оплачувану зайнятість.

Ці приклади дають нам змогу перейти від теорії до реальної практики. Критики програм із прямого створення робочих місць зіткнулися з фактами, які засвідчили марність багатьох їхніх побоювань. Створення робочих місць, навіть у масових масштабах і за складних умов, може бути успішним. Учасники радо сприймали шанс отримати роботу, розглядаючи програму як розширення можливостей. Як показує практика «Хефес», програму можна запроваджувати демократично, підвищуючи участь громади у політичних процесах, і практично не допускаючи проявів корупції та бюрократизму. Можна започаткувати корисні проекти. Навіть із масштабною програмою, яка працевлаштувала 5 % населення, громади мали змогу знайти корисну роботу для учасників. «Хефес» скоротила соціальну напругу, а також забезпечила попит на продукцію приватного сектору.

Чи могла б подібна до «Хефес» програма працювати в іншій країні? Принаймні ми можемо повчитися з її успіхів та невдач. Як сказав мені один з її аргентинських організаторів: «На це питання можуть відповісти лише люди, які бідують, які страждають від голоду. Якщо спрямуєте свою політику на цих людей — не помилитеся. Цей уряд зробив добру справу; він сягнув кореня проблеми... Він не дивився на верхівку, а пішов просто до низів» [Tcherneva and Ray 2005].

У певному розумінні програма ГЗ / РОІ справді спрямована на «низи»: вона «наймає тих, хто походить з низів», пропонуючи роботу тим, хто лишився за бортом. Зарплата та соціальний пакет у програмі — найменші в економіці і встановлюють мінімальний стандарт, який роботодавці можуть запропонувати. Вона не намагається перекупити

працівників із приватного сектору, а навпаки працевлаштовує тих, хто не може знайти роботи. Крім того, децентралізація дозволяє місцевим громадам створювати проекти й організовувати саму програму. Місцева громада напевне краще розуміє свої потреби: це стосується як робочих місць, так і умов проектів. Таким чином, програма «піднімає низи»; це альтернатива до типовішого підходу «просочування вниз», коли після звичного збільшення урядових видатків можна лише сподіватися на створення робочих місць завдяки зростанню агрегованого попиту.

Блок: Розв'язання проблеми безробіття — більше робочих місць, а не відпусток

Економіст Дін Бейкер, представник інтелектуальної течії прогресивізму, пропонує цікаве вирішення нашої проблеми безробіття. Мовляв, потрібно надавати більше оплачуваних відпусток (див. http://truth-out.org/opinion/item//27723-the-paid-vacation-route-to-full-employment).

Ідея полягає в тому, що якщо всі працевлаштовані працюють менше, то роботодавці будуть змушені наймати безробітних, щоб виробляти те, що вже працевлаштовані не зможуть виробити, поки засмагатимуть на пляжах Флориди. Я цілком «за» коротші робочі тижні. Трохи дивно, що норми трудовитрат у США застрягли на рівні минулого століття — на 40 годинному робочому тижні. Працевлаштовані американці працюють більше годин на рік, ніж будь-яке інше зайняте населення у світі.

Проте, як сказала Джоан Робінсон, єдине, що ще гірше, ніж працювати як раб на одну зарплату, — це бути безробітним. Коротші робочі дні та більше оплачуваних відпусток — це прогресивна мета гуманізації робочого місця. Більше часу, щоб насолоджуватися своєю сім'єю, відпочинком та мистецтвом. Більше часу для самовдосконалення й участі в громадській діяльності. Натомість останнім у списку аргументів на користь коротшого робочого тижня буде твердження, ніби він створить більше робочих місць для безробітних. «Ділитися робочим місцем», щоб подолати безробіття, так само ефективно, як і «ділитися бутербродом» під час голоду.

Павліна Чернєва звертає увагу на те, що «прогресисти» виступають за пряме вирішення будь-якої соціальної проблеми, окрім безробіття. Як ви розв'яжете проблему з недоступністю медичної допомоги? Прогресисти підтримують запровадження системи «єдиного платника»324. Голод? Талони на харчування. Безпритульність? Державне житло. Бідність літніх людей? Соціальне страхування.

А безробіття? Більше відпусток. Платіть працівникам за те, що вони не працюють. Допомога з безробіття. Платіть безробітним за те, що вони не працюють. Або ще більша нісенітниця — гарантований базовий дохід. Платіть усім за те, що вони не працюють. Що ми не взяли до уваги?

Робочі місця. Безробітні хочуть працювати. Але робочих місць для них немає.

Чому ні? Найпоширеніший аргумент проти створення робочих місць для кожного, хто хоче працювати, — те, що це політично нездійсненно в США. Чому? Бо це коштувало б занадто багато. За оцінками, витрати на програму гарантування робочого місця з прожитковим мінімумом коливаються від 1 % до 3 % ВВП. Кажуть, Конгрес ніколи не затвердить таких великих витрат. Звичайно, ми вже витрачаємо 10 % від ВВП на соціальні програми — здебільшого, щоб здолати бідність, яка значною мірою спричинена вимушеним безробіттям, коли людина працює неповний робочий день, та зарплатами на рівні прожиткового мінімуму, які платять у США такі загальнонаціональні роботодавці, як мережа супермаркетів «Волмарт».

Називайте мене божевільним, але я думаю, що американці радше погодяться платити людям за роботу, ніж підтримають схему, за якою людям оплачуватимуться більші відпустки. Особливо якщо робота за зарплату, що забезпечує прожитковий мінімум, усуне потребу у величезних соціальних витратах, а також субсидіях та податкових пільгах, уже виплачених компаніям як стимул до створення одного чи двох робочих місць. Забезпечення роботою за прожитковий мінімум не тільки усуває потребу в більшості урядових витрат на боротьбу з бідністю, а й заразом гарантує, що приватний сектор платитиме гідні зарплати. Така програма ліквідує численні види державної політики, які розоряють наші місцеві адміністрації, які надають податкові пільги й субсидії, намагаючись підкупити корпорації, щоб вони перемістили до них свої заводи та склади.

Без сумніву, просування програми з гарантованої зайнятості — нелегка справа. Але така програма значно більше узгоджується з американськими цінностями. Джордж Лакофф325 має цікавий науковий погляд на цінності (http://www.truth-out.org/progressivepicks/item/27576-george-lakoff-progressives-cannot-succedd-without-expressing-respect-values).

За словами Лакоффа:

Когнітивісти вивчають, як люди насправді думають: як працює мозок, як ми отримуємо ідеї через нейрони, як працює метафоричне мислення, зв’язок між мовою та мисленням тощо. Але вчені з інших галузей не використовували результатів цих досліджень. Особливо це стосується політології, державної політики, права, економіки — іншими словами, головних сфер, які вивчають «прогресисти», що йдуть у політику. Як результат, вони навчають неадекватного погляду на причини та «раціональність». Й оминають той факт, що на ранніх стадіях розвитку людський мозок структурується із сотень концептуальних метафор та фреймів, що ми можемо розуміти лише те, що дозволяє наш мозок. Вони також оминають те, що в консерваторів та «прогресистів» різна система міжнейронних зв’язків і як наслідок —зазвичай різні моделі формулювання причин. Те, що прогресисти називають «раціональними аргументами», — насправді не є нормальним виявом реальних причин. Те, що вважають «раціональним аргументом», — для прогресистів та консерваторів не одне й те саме.

Збільшити кількість оплачуваних відпусток, щоб вирішити проблему безробіття, — комусь це може здатися «раціональною» ідеєю, але

вона порушує «нормальні моделі формулювання причин». Як зарадить нашій громаді більша кількість оплачуваних відпусток? Чому уряд повинен платити за ваші додаткові відпустки? Чому безробітним не піти й не отримати їхні робочі місця замість того, щоб змушувати мене ділитися своїм? Як мені знати, що мій роботодавець не змусить мене зробити роботу за 25 годин на тиждень, на яку раніше я витрачав 40 годин? А якщо Конгрес не дотримає обіцянки компенсувати мені втрачену оплату? І що, як моєму роботодавцеві сподобаєтеся більше ви, а не я, мене виженуть, а ви отримаєте мою роботу на повний день?

Отже, маємо складне завдання. Чому б не розробити моральні обмеження, щоб підтримати «робочі місця для всіх»? З гідними зарплатами. Немає кращої програми боротьби з бідністю, ніж програма робочих місць для всіх, хто хоче працювати. Пропозиція роботи — це рука, що тягне догори, а не рука допомоги. Праця сприяє розвитку суспільства. Вона забезпечує спільне процвітання. Ми всі отримуємо вигоду, коли кожен працює. Це відповідає американським цінностям.

Упродовж півстоліття досвіду нам роздавали подачки, замість того, щоб «тягнути догори». Але це не скоротило бідність. Бідність, нерівність, безробіття — це найгірше в суспільстві. Подачки не узгоджуються з американськими цінностями. Їх дають з певними умовами. Це означає випробування. Тести на наркотики. Санкції на дітей. І, відповідно до американських цінностей, подачки завжди залишаються мізерними.

Нам потрібна політика, яка не суперечить американським цінностям у плані роботи, ініціатив, самодостатності та продуктивності. Нам потрібна політика, що сприяє розвитку громади. Нам потрібна політика в межах суверенної влади нашої держави — яка не вимагає, щоб інші держави діяли всупереч власним інтересам. Нам потрібна політика, яку могли б підтримати прогресисти і консерватори. Нам потрібно знайти спільну основу.

8.5. Гарантована зайнятість та нерівність

У 2014 році економісти (як з академічних кіл, так і з фінансових ринків) та відповідальні за економічну політику урядовці відкрили для себе таке суспільне явище, як нерівність. Значною мірою їхню увагу до цього питання привернув Томас Пікетті завдяки своїй книжці «Капітал у XXI столітті» (Cambridge, MA: Belknap Press, 2014)326. Виявляється, що приплив підіймає з мілини не всі човни327. Економічне зростання за останні десятиліття фактично збільшило нерівність.

Слід визнати, що вищезгадані економісти та урядовці — це купка оптимістів. Іще з часів президента Кеннеді побутує переконання: якщо прискорити економічне зростання, кожен виграє. Насправді це твердження надзвичайно наївне та суперечить фактам. У сприятливі періоди впливові люди «знімають вершки». У скрутні часи — отримують державну фінансову допомогу. Нащо бути багатим та впливовим, якщо ви не можете

захистити і навіть покращити свій добробут незалежно від того, як ідуть справи в економіці?

Чому еліта повсюди й завжди наполягає на економічному зростанні? Очевидно, що лобіювання кожної економічної політики виправдовується тим, що вона сприятиме економічному зростанню. Скоротіть податки для багатих — це активізує зростання! Скасуйте регулювання для активізації зростання! Вільна міжнародна торгівля стимулює зростання! Скоротіть соціальні витрати державного бюджету, щоб сприяти зростанню! Збалансуйте державний бюджет, щоб сприяти зростанню! Врятуйте фінансовий сектор, щоб відновити зростання! З другого боку, кожна економічна політика, яку вони ненавидять, називається такою, що стримує зростання: підвищення мінімальних зарплат; захист довкілля; шкільні обіди для дітей із незаможних родин; відпустки та лікарняні для працівників.

Якщо економічна політика справді пришвидшує економічне зростання, багаті отримують більше за свою справедливу частку. Якщо ж економічна політика не сприяє економічному зростанню, вони збільшують свою частку в розподілі доходу. Орел — вони виграють, решка — теж виграють.

Кого можна цим здивувати? Власне, мало не кожного економіста та урядовця на нашій планеті. Чому? Тому що вони відмовляються брати до уваги В-Л-А-Д-У. Хоча вважається, що наша економіка — «ринкова», по суті, нею керують ті, хто при владі. Кожен, хто був уважний, відзначив, що влада 1 % осіб, на користь яких припадає найбільший дохід, неухильно зростала протягом післявоєнного періоду. Їхня здатність перерозподіляти дедалі більше прибутків від економічного зростання на свою користь збільшилася пропорційно.

Як демонструє Павліна Чернєва, вигодонабування на користь одного відсотка очевидне:

З кожним економічним відновленням після спаду багаті захоплюють більшу частку від зростання доходів у відповідний період. Дослідниця показала, що не важливо, яким чином виокремлювати заможні домогосподарства США з-поміж решти громадян у контексті структурування суспільства за розподілом доходів328 — чи то верхні 10 %, верхній 1 % чи верхні кілька десятих відсотка, — їхня частка у вигодонабуванні збільшується з кожним наступним відновленням економіки.

А коли все йде погано, допомагає дядько Сем. Під час останнього економічного краху ми витратили десятки трильйонів доларів на порятунок верхньої десятої частини відсотка на Волл-стрит і вкрай мізерну подачку кинули для підтримки Мейн-стрит. В іншій своїй аналітичній праці Чернєва описала, що «податково-бюджетне стимулювання» не було спрямоване на тих, хто постраждав найбільше; а за даними Енді Фелкерсона та Ніколи Метьюза, щоб урятувати Волл-стрит, Федеративна резервна система надала позик під низьку процентну ставку на 29 трлн доларів США. (Ознайомитися з

матеріалами цього проекту можна тут: http://www.levyinstitute.org/ford-levy/governance/).

Не дивно, що коли економіка почала відновлюватися, наші «одновідсотники» привласнили ґеть усі прибутки. Вони багаті й впливові, а дядько Сем спрямував на них майже всі свої зусилля.

Як у 60-х роках зазначав Гайман Мінськи, якщо ви хочете зменшити бідність, центральним компонентом державної програми «Боротьба з бідністю»329 слід зробити створення робочих місць. Він (цілком слушно) спрогнозував, що ця програма під час президентства Кеннеді та Джонсона зазнає невдачі, бо не передбачає створення робочих місць. Крім того, Мінськи стверджував, що після того як робочими місцями забезпечено всіх, хто хоче працювати, розподіл доходів потрібно зміщувати в бік тих, хто перебуває на самому дні, тобто стримувати зростання доходів нагорі та поступово збільшувати оплату внизу.

Звичайно, ми цього не робили. Мінімальні зарплати з поправкою на інфляцію різко впали за останні півстоліття. Безробіття зросло. Багато хто відзначав, що, поки продуктивність праці й далі зростала, середні зарплати з поправкою на інфляцію від початку 1970-х років завмерли на місці. Кому дісталася різниця? Багатим і впливовим.

Дехто хоче продовжувати невдалу політику минулого. Вони хочуть використати цю подвійну стратегію, яка вже зазнала невдачі, — стратегію стимулювання економічного зростання та осучаснення соціальних виплат з модерною назвою «безумовний базовий дохід». Мінськи стверджував, що не можна відмовлятися від соціальних виплат. Наша щедрість — мірило нашої людяності. Однак просте збільшення соціальних виплат ніколи не розв’яже проблем із безробіттям та бідністю. (Про критику Гайманом Мінськи невдалого підходу «Боротьби з бідністю» та його пропозицію альтернативних заходів див.: http://www.levyinstitute.org/publications/the-war-on-poverty-after-40-years).

Мінськи ставив питання: «Як можна покращити розподіл доходів?». Його відповідь: «Насамперед — повною зайнятістю». Він пропагував «щільну повну зайнятість», визначаючи її як «[ситуацію], коли за широкого розмаїття професій, галузей і територій на звичайні ставки зарплат роботодавці бажатимуть наймати більше працівників, ніж вони фактично наймають... Досягнення та підтримка щільної повної зайнятості могли б майже цілковито ліквідувати бідність».

Як зазначено в праці Павліни Чернєвої, цей підхід пропонував ще Джон Мейнард Кейнс, який віддавав перевагу економічній політиці, що прямо наймала працівників, на відміну від економічної політики «насосної прокачки», яку любили кейнсіанці до 1960-х років330. Мінськи пояснював, що така економічна політика підтримує тих, хто вже забезпечений. Чернєва переконливо доводить, що, власне, таким і був її результат.

8.6. Висновки про політику повної зайнятості

Абба Лернер пропонував використовувати інструменти монетарної та фіскальної політики для досягнення повної зайнятості. Він доводив, що безробіття — доказ того, що державні витрати надто низькі, і таким чином «функціональні фінанси» показують урядові, що на ньому лежить відповідальність за збільшення витрат для знищення безробіття. Зауважте: немає нічого суперечливого між переконанням, що економіка врівноважується завдяки ринковим силам, та просуванням підходу функціональних фінансів щодо державного бюджету. Усі економісти визнають, що уряд повинен відігравати певну роль в економіці, наприклад фінансувати поліцію та армію. Навіть якщо він більше нічого не робить, ми однаково можемо стверджувати, що уряд повинен платити за поліцейську та військову службу, поповнюючи (здійснюючи бухгалтерські проводки з кредиту) банківські рахунки, та оподатковувати, списуючи кошти (проводки з дебету) з цих банківських рахунків. Причому державний бюджет має рухатися в бік дефіциту, коли податкові надходження падають, і в бік профіциту, коли вони ростуть. Це не зашкодить ринковим силам, а підвищить стабільність саме в такий спосіб, який пропонував Фрідман (див. блок-додаток у попередньому розділі).

У цьому розділі ми приділили чимало уваги дослідженню економічної політики з досягнення повної зайнятості. Без сумніву, функціональні фінанси — це дещо більше, ніж звичайне виправдання зорієнтованості економічної уряду на повну зайнятість. Основний висновок про функціональні фінанси полягає в тому, що уряд може дозволити собі все, що продається в його власній валюті. Зокрема й незайняту робочу силу. Нас так непокоїть безробіття, тому що це одна з найбільших економічних невдач у всьому світі. І страждають не лише безробітні; їхня непрацевлаштованість завдає величезних збитків суспільству — як через незапитаність продуктивної праці, так і через суспільні витрати на боротьбу з наслідками безробіття.

Одна з причин, чому уряд не дотримується повної зайнятості, в тому, що він вірить, ніби не може дозволити собі найняти всіх непрацевлаштованих. Очевидно, що існують й інші причини, та якщо ми розуміємо принципи функціональних фінансів, потрібно спершу позбутися цієї. Серед інших аргументів проти дотримання повної зайнятості — потенційна інфляція та негативні наслідки від зміни обмінного курсу національної валюти. Але можна стверджувати, що ці ефекти мінімізуються належною конфігурацією програми повної зайнятості (див. наступний розділ).

З погляду варіантів реалізації внутрішньої економічної політики суверенна валюта з плаваючим обмінним курсом дає змогу дотримуватися політики повної зайнятості, наприклад, через програми прямого створення робочих місць. Проте навіть у країні, яка розвивається, суверенна валюта дозволяє урядові купувати все, що продається у внутрішній валюті, зокрема всю незайняту робочу силу. Програма розробляється таким чином, щоб мінімізувати інфляційний тиск, однак ми визнаємо, що надмірні державні витрати можуть спричинити інфляцію. Та це вже зовсім не стосується питання доступності. Суверенний уряд може собі

дозволити найняти всіх безробітних і повинен розробити таку програму повної зайнятості, яка зменшувала б інфляційний тиск.

Інше питання — це обмінний курс національної валюти. Цілком можливо, що внаслідок повної зайнятості імпорт зросте й тиснутиме на обмінний курс валюти. Таким чином, щоб вирішити «трилему», зазвичай необхідно поєднати плаваючий валютний курс та / або контроль за рухом капіталу: якщо уряд, щоб реалізувати внутрішні програми, прагне простору для власної економічної політики, йому слід відпустити валюту у вільне плавання та / або контролювати рух капіталу. Крім того, щоб мінімізувати імпорт та заохочувати експорт, уряд може розробити програми зі створення робочих місць. Хоча перехід на плаваючий валютний курс — це часто бажана політика, впровадження програми зі створення робочих місць можливе навіть тоді, коли валютний курс фіксований.

Перш ніж закрити цю тему та перейти до цінової нестабільності, поставмо питання: чи можуть прихильники «малого» уряду331 прийняти ММТ?

8.7. ММТ для «австрійців»: чи може лібертаріанець підтримувати програму гарантованої зайнятості?

Принципи ММТ актуальні не лише для прихильників «великого» уряду. Серед найзапекліших критиків сучасної теорії грошей — лібертаріанці та представники австрійської школи економіки, або «австрійці». Вони впевнені, що ММТійники об’єднують зусилля з нарощення присутності уряду в економіці, допоки він не поглине її всю. У цьому розділі ми спробуємо розвіяти ці страхи.

З одного боку, ММТ — це опис того, як працює суверенна валюта. Подобається вам це чи ні, а наш суверенний уряд витрачає шляхом поповнення банківських рахунків (здійснюючи бухгалтерські проводки з кредиту). Дехто із критиків ММТ це розуміє, проте боїться, що якщо ми розкажемо урядовцям, політикам та широкій громадськості, як усе це працює, демократичні процеси неминуче підірвуть державний бюджет, адже кожен вимагатиме від уряду більше. Це нагадує одне з тверджень Пола Самуельсона про те, що нам потрібна «стародавня релігія», без якої ми перетворюватимемося на Зімбабве, де гіперінфляція знищує валюту.

Але ММТійники теж бояться інфляції. «Цінова стабільність» завжди була одним із двох основних завдань Центру повної зайнятості та цінової стабільності Університету Міссурі в Канзас-Сіті (http://www.cfeps.org/). Без сумніву, чимало лібертаріанців та «австрійців» вважають, що повернення до золотого стандарту — це єдиний безпрограшний спосіб уникнути інфляції. Попередньо ми розвіяли деякі міфи про діяльність систем «товарних грошей»: вони ніколи не працювали так, як це собі уявляли багато прихильників золотого стандарту. Та навіть якби золотий стандарт був бажаний, він політично нездійсненний (на мою думку, в нього значно менше шансів бути реалізованим, ніж у програми

гарантованої зайнятості!). У кожному разі ММТійники (теж) не хочуть, щоб чорні гелікоптери літали довкола й скидали торби з готівкою; і ми (теж) виступаємо проти стимулювання попиту економічною політикою «насосної прокачки» (лібертаріанці, «австрійці» й навіть Мілтон Фрідман мають рацію, що за певною межею — і, можливо, ще до моменту досягнення повної зайнятості — це спричинить інфляцію).

Насправді існує й другий бік ММТ: ми використовуємо свій погляд на те, як працюють гроші, щоб забезпечити уряд раціональним аналізом для реалізації економічної політики. Оскільки вимушений дефолт без перебільшення неможливий для суверенного уряду, ми швидко відкидаємо страхи щодо дефіциту державного бюджету й рівня державного боргу та всі інші нісенітниці, якими нині захоплюються урядовці у Вашингтоні чи де завгодно. Чи можемо ми «дозволити собі» повну зайнятість? Так. Чи можемо ми «дозволити собі» соціальне забезпечення? Так. Чи можемо ми «дозволити собі» ставити молоко на таці з обідами всіх школярів? Так. Справа не в доступності (цього й бути не може). Справа в ресурсах332.

Безробіття — це просто: за визначенням, непрацевлаштовані люди доступні для найму, тож уряд може залучити їх до роботи. Соціальне забезпечення трошки складніше: чи можемо ми виділити достатньо реальних ресурсів для літніх людей (а також їхніх родичів, які ще не можуть самостійно про себе дбати, та людей з обмеженими можливостями), щоб вони могли насолоджуватися комфортним життям? Усі обґрунтовані та раціональні прогнози демографічних показників і здатності виробляти для багатих, розвинутих держав свідчать, що відповідь — так. Прогнози бувають хибні. Але і тоді доступність не буде проблемою, проблема полягатиме в реальних ресурсах. Зрештою, молоко для всіх шкільних обідів? Можливо. А якщо ні, то це проблема реальних ресурсів. І якщо ми конвертуємо американські та канадські прерії у виробництво молока, то зможемо владнати і цю проблему.

Очевидно, найважливіша економічна політика, яку пропагують більшість ММТійників, — це пропозиція «Гарантованої зайнятості», або «Роботодавця останньої інстанції». Здається, наші колеги лібертаріанці й «австрійці» ненавидять цю програму. Імовірно, вони хибно потрактували її як програму «Великий уряд» чи «Старший брат». Водночас ми часто чуємо критику, що ГЗ / РОІ «змушує» всіх працювати, а також що вона платить усім за «нероботу». Власне, це цілком добровільна програма лише для тих, хто хоче працювати. Лібертаріанці та «австрійці» мали б її полюбити. Це не «Старший брат». І навіть не «Великий уряд». Уряд зовсім не повинен забезпечувати робочими місцями. Ніхто не зобов'язаний братися до роботи. Це відповідає найбільш шанованим нормам свободолюбних лібертаріанців та «австрійців».

Отже, підіб'ємо підсумки:

1. Принципи ММТ підходять для будь-якого за розміром уряду. За бажанням це може бути навіть невеликий лібертаріанський уряд. Але він випускає суверенну валюту з плаваючим обмінним курсом. Він підтримує валюту шляхом стягнення податку, який сплачується в цій суверенній валюті. (Так, тут з'являється «Старший брат»: податки обов'язкові до сплати).

2. Програма «Гарантована зайнятість», або «Роботодавець останньої інстанції», теж відповідає будь-якому розміру державного апарату. Якщо ви хочете, щоб приватний сектор був великий, а державний — малий, утримуйте податки й державні витрати низькими. Це вивільняє ресурси, які можна використати у великому приватному секторі. Але вам усе одно не обійтися без програми ГЗ / РОІ, щоб залучити трудові ресурси, яких приватний сектор не може повністю працевлаштувати. Якщо «австрійці» мають рацію щодо ефективності приватних ринків, програма ГЗ / РОІ завжди буде невеликою.

3. За бажанням програму ГЗ / РОІ можна децентралізувати. Якщо ваш федеральний (центральний) уряд виплачує зарплату комерційним фірмам, з'являться чималі проблеми зі стимулами. Тож, можливо, найкраще було б, якби федеральний (центральний) уряд платив зарплати в програмі, а фактично створеними робочими місця керували некомерційні організації, місцеві державні адміністрації на рівні громад, можливо, державна адміністрація вищого рівня (адміністративної одиниці країни) та федеральний (центральний) уряд — суто як «роботодавець останньої інстанції». Аргентина експериментувала з кооперативами, і вони виявилися дуже успішними. А чому б не запропонувати нашим групам «австрійців» / лібертаріанців організувати свої власні проекти ГЗ / РОІ та найняти працівників для некомерційної діяльності, яка їм до душі?

4. Проблема монетарної економіки (можете називати це капіталізмом) у тому, що з самого початку стягнення податків створює безробіття (тобто тих, хто шукає гроші, щоб сплатити податки). Якщо ми масштабуємо це до нашої сучасної, майже повністю монетизованої економіки (гроші потрібні навіть для того, щоб поїсти, подивитися телевізор, пограти на мобільному тощо), то кожен з нас шукає гроші (і не тільки щоб сплатити податки). Виходить, змушувати приватний сектор вирішувати проблеми з безробіттям, спричинені податками уряду, — справжнє безумство. Сам лише приватний сектор ніколи не забезпечить (і ніколи не забезпечував) повної зайнятості на постійній основі. Програма ГЗ / РОІ — це логічна та історична доконечність для підтримання приватного сектору. Це доповнення, а не замінник зайнятості в приватному секторі.

Як може називатися соціалізмом переконання в тому, що всі мають працювати (в міру своїх можливостей) і робити суспільний внесок замість того, щоб байдикувати й отримувати від держави соціальну допомогу?

А тепер перейдімо до наступного розділу, в якому ґрунтовно проаналізуємо інфляцію та гіперінфляцію. Страхи «австрійців» щодо «директивної валюти» та фіскальної політики значною мірою зумовлені їхньою інтерпретацією можливих інфляційних наслідків.

Блок: Відповіді на запитання читачів

Запитання: Чи ґрунтується ММТ на припущенні про те, що уряд великодушний та враховує інтереси народу?

Відповідь: Категоричне НІ. ММТ «працює» незалежно від того, наскільки безпринципний чи демократичний уряд. Це зовсім інше

питання. ММТ підходить також і «австрійцям», які хочуть невеликого та слабкого уряду.

* * *

314

Який відповідно має збільшити попит на робочу силу.

315 У цьому розділі вживають терміни «єдина погодинна зарплата» та «єдина базова зарплата», які означають те саме — уніфіковану (єдину для всіх учасників програми) погодинну заробітну платню.

316 Як у недержавному, так і в державному секторі, тобто роботодавці поза межами програми «Гарантована зайнятість» («Роботодавець останньої інстанції»).

317 Крива Філліпса — макроекономічна модель, яку розробив економіст Вільям Філліпс (1914–1975). Вона показує, що зменшення безробіття призводить до збільшення інфляції і навпаки — збільшення безробіття стримує інфляцію.

318 У США існує таке суспільне явище, як проблемні райони міст (англ. inner cities), де зосереджено такі соціальні проблеми, як висока смертність, низька народжуваність, низький освітній рівень, низькі доходи, високі рівні безробіття, насильства, розлучень, злочинності та зловживання наркотиками. Огляд одного дослідження у «Волл-стрит Джорнал» від 26 травня 2017 року має красномовний заголовок «Сільська Америка — це нові проблемні райони міст» (https://www.wsj.com/articles/rural-america-is-the-new-inner-city-1495817008). Автори статті показують, що всі ці соціальні проблеми поширилися на сільські громади США.

319 Так, щоб потреби в резервах іноземної валюти не перевищували їх надходження.

320 Прямі витрати уряду на створення робочих місць.

321 За міжнародними стандартами Міжнародної організації праці (www.ilo.org).

322 Збудований у 1941 році, мав офіційну назву Павільйон великої рогатої худоби штату Каліфорнія. У 60-х роках перероблений на спортивну арену (баскетбол, хокей).

323 У перекладі з іспанської — «План годувальника / годувальниці родини». Суть полягала в наданні гарантованої зайнятості одному членові родини — чи то чоловікові, чи то жінці.

324 Загальнонаціональна система охорони здоров’я, згідно з якою оплата лікувальних послуг здійснюється з державного бюджету.

325 Джордж Лакофф — професор лінгвістики Університету Каліфорнії (Берклі).

326 Книжку Томаса Пікетті «Капітал у XXI столітті» українською мовою опубліковано 2016 року в межах видавничого проекту «ICU Business Books» фінансової групи ICU (див. www.icubooks.com.ua).

327 Американський афоризм «приплив підіймає з мілини всі човни» («a rising tide lifts all boats») означає, що завдяки економічному зростанню («припливу») в країні зростає добробут усіх її громадян.

328 Мається на увазі такий підхід до структурування: верхня група має найбільший дохід, а нижня, відповідно, — найменший.

329 У 1964 році адміністрація президента США Ліндона Джонсона започаткувала програму «Боротьба з бідністю», спрямовану на зменшення бідності як соціального явища.

330 Зауважимо, що президент США Дональд Трамп теж схиляється до заходів «насосної прокачки» (див. http://www.economist.com/trumptranscript?fsrc=scn/tw_ec/transcript_interview_with_donald_trump).

331 Один з основних параметрів, за якими визначають, який уряд «малий», а який — «великий», — це коефіцієнт витрат державного бюджету до ВВП (останні два показники, як правило, беруться за рік або за 12-місячний період). Прийнято вважати, що якщо цей коефіцієнт перебуває в діапазоні 40–50 %, то уряд «великий», а якщо менший за 20 %, то уряд «малий».

332 Тут і далі в цьому розділі йдеться про реальні ресурси, а не фінансові.

9. Інфляція та суверенні валюти

У цьому розділі ми пояснимо погляд ММТ на інфляцію та гіперінфляцію. Зазвичай вважають, що бюджетні дефіцити і повна зайнятість можуть спричинити якщо не гіперінфляцію, то інфляцію вже точно. Багато критиків навіть стверджують, ніби дотримання принципів ММТ обов’язково призведе до інфляції — це шлях до краху. Для початку ми з’ясуємо, що таке інфляція. Потім поговоримо про гіперінфляцію та про страхи, що монетарні заходи з кількісного пом’якшення можуть спричинити інфляцію. А наприкінці розділу пояснимо погляди ММТ на економічну політику із забезпечення цінової стабільності.

9.1. Інфляція та індекс споживчих цін

Зазвичай інфляцію вимірюють за допомогою індексу споживчих цін, або ІСЦ. З 1966 року ІСЦ у США зріс усемеро. Багато економістів із кола «яструбів інфляції»333 пов’язують це з помилками

фіскальної та монетарної політики, головною серед яких була відмова від «твердої валюти», підкріпленої золотом. Спершу ми розглянемо питання інфляції та способи її вимірювання.

Можна поставити під сумнів те, чи варто використовувати ІСЦ як показник інфляції, адже він має багато хиб, про які ми зараз поговоримо. Безумовно, ціни зросли із середини 60-х років XX століття чи не в усіх країнах, що було загальною тенденцією після Другої світової війни; ця проблема викликає занепокоєння. Як стверджував Кейнс, вам потрібна певна «стійкість» зарплат та цін, номінованих у національній одиниці обліку. Інакше ви можете відмовитися від грошей. Це може статися за гіперінфляції: коли вартість грошей різко падає (див. наступний параграф), люди намагаються знайти замінники грошам, тобто щось інше, що може зберігати вартість.

Але для багатьох (окрім декого із «золотих жуків») очевидно, що показник інфляції в США та й у більшості країн світу з 1966 року був достатньо низький334. Національна валюта весь цей час залишалася надійним засобом розрахунку, і, попри інфляцію, громадяни масово й добровільно в ній заощаджували. Насправді економістам важко виявити істотні негативні наслідки для економіки від інфляції, що має темп зростання менш ніж 40 % на рік. Та все одно суспільству не подобається, коли показник інфляції стає двозначним. Політики зазвичай реагують на це програмами жорсткої економії для зниження сукупного попиту.

Питання в тому, чи доречні такі програми в боротьбі з інфляцією. Якщо економіка працює не з повною зайнятістю, тоді, згідно з першим принципом функціональних фінансів Лернера, уряд повинен знизити попит, зменшивши видатки або збільшивши податки. Є низка країн, де за минулі півстоліття попит справді зріс занадто, піднявши виробництво вище рівня повної зайнятості. Великі війни зазвичай стають причинами інфляції, але в більшості розвинених країн після Другої світової війни попит не був аж таким значним, щоб «перекинути» економіку за межі повної зайнятості. Навпаки, в цей час відносно високі показники інфляції супроводжувалися високим рівнем безробіття. Економісти навіть придумали нове слово «стагфляція» на позначення стану економіки такого типу — інфляції та водночас безробіття. Також вони запропонували «індекс нещастя», який об’єднує ці два показники — інфляцію та безробіття. Насправді він змішує яблука з апельсинами, але американським виборцям наприкінці 1970-х років це прийшлося до душі.

У попередньому розділі ми показували, що завдяки програмам «Гарантована зайнятість» або «Роботодавець останньої інстанції» можна розв’язати проблему безробіття, не погіршивши при цьому показників інфляції. Ми не збираємося знову наводити аргументи, але такі програми покращили б навіть цінову стабільність. Хоча стверджувати, що вони здатні ліквідувати інфляцію, мабуть, не варто.

Спробуємо зрозуміти, чому інфляція, що піддається вимірюванню, найімовірніше, й далі існуватиме в сучасній капіталістичній економіці. Не потрібно мати спеціальні знання про побудову індексу цін. Ми поговоримо доволі загально. Кожна країна має власний досвід, структури та інституції, які впливають на поведінку зарплат і цін. Щоб справді зрозуміти інфляцію в кожному окремому випадку, потрібно ґрунтовно вивчити

конкретні умови, які спричинили зростання цін (та зарплат) у кожному інституційному контексті.

Перш ніж піти далі, розглянемо ІСЦ як показник купівельної спроможності валюти; це завжди проблема, коли йдеться про гроші. Щоб визначити цінові зміни потрібно порівняти ціни базового року з цінами наступних (і попередніх) років. Звучить доволі просто, а насправді виявляється складною справою. Адже з плином часу змінюються не лише ціни, а й самі товари та послуги. Отже, виникає потреба пристосувати ІСЦ чи інші показники цін до покращень у якості товарів та послуг. Скільки б коштував сучасний персональний комп'ютер у 1966 році? Мільйони доларів? Мільярди? Воррен Мослер завжди жартує, що для вашого «Айфона» знадобилося більше електронної «магії», ніж потребувало НАСА, щоб полетіти на Місяць. ІСЦ — це радше мистецтво, ніж наука, адже потрібно «встановити» ціни на речі, яких не було, і старанно намагатися обрахувати покращення в якості. Так, ціна нового автомобіля зараз чи не вдесятеро вища, ніж була в 1974 році, але він досконаліший, безпечніший та комфортніший.

Є ще поняття хвороби Баумоля. Симфонічний оркестр за часів Моцарта за складом музикантів був приблизно такий самий, і виконання твору відрізнялося хіба що залежно від диригента. Продуктивність у цій справі майже не вдосконалилася (однакова кількість «працівників», які працюють однакову кількість годин, щоб виконати симфонію). Зате в інших галузях працівники тепер набагато продуктивніші, ніж сучасники Моцарта. Така проблема існує в багатьох інших сферах, переважно у сфері послуг, де насправді не можна суттєво підвищити продуктивність (згадайте перукарів, учителів, лікарів).

Ціна товарів та послуг із низькою продуктивністю мала стати набагато вищою за останні 200 років, якщо, наприклад, порівняти з промисловим виробництвом, де продуктивність значно зросла. На 100 осіб нам усе ще потрібен один перукар, а от один фермер уже годує стільки голодних споживачів, скільки раніше годували 100 фермерів. І якби ми платили працівникам тільки за збільшення продуктивності, музиканти все ще працювали б за зарплату часів Моцарта, але сьогодні вони отримують приблизно стільки ж, як і фермери чи робітники фабрики. Замість того, щоб суттєво недоплачувати фермерові та робітникові фабрики, ми вирішили переплачувати музикантові та перукареві.

Згідно з теорією «хвороби Баумоля», дедалі більше національного продукту припадає на ті сектори, що страждають на хворобу (розвинені країни — це «економіки послуг» у тому розумінні, що працівники переважно залучені до сфери послуг, де «хвороба Баумоля» поширеніша). Тож ми переплачуємо дедалі більшій кількості працівників у цих «хворих» секторах із низьким ростом продуктивності. Зарплати (а відповідно, й ціни) підвищуються.

Номінальні зарплати можуть рости швидше, ніж продуктивність, тому що в економіці є сектори, де превалює низька продуктивність і зарплати піднімаються так само, як загалом по економіці. Теорія «хвороби Баумоля» доводить, що з часом уряд мусить перебирати на себе «хворі» сектори, тож у ВВП збільшується частка державного сектору, а приватний сектор позбувається низькопродуктивних сфер. Це аж ніяк не критика, але подумайте про систему охорони здоров'я та десятки трильйонів

доларів бюджетного дефіциту США, який виникає через те, що видатки на охорону здоров'я зростають дуже швидко, — і ви все зрозумієте.

Винуватьте скрипаля оркестру за зниження вартості долара! Частково інфляцію можна пояснити фактором вирівнювання зарплат між секторами з різною продуктивністю; інакше всі музиканти та артисти жили б як жебраки порівняно з працівниками промислової галузі. Думайте про це так: інфляція — це ціна збереження культури. Нам же подобається мистецтво. Нам також до душі, що в дитячому садочку в групі лише 15 дітлахів. Якби в цій сфері дотримувалися такого самого росту продуктивності, як на промисловому виробництві, то нині кожен вихователь у дитсадку мусив би працювати із сотнею п'ятирічних малюків. Цього не сталося. (Хоча, з огляду на урізання державного та місцевого бюджетів, усе ще можливо!). Щоб зберегти «неефективність» у садочках, потрібна інфляція.

На тлі збільшення витрат у «хворому» секторі (зарплати зростають, але продуктивність залишається незмінною) зростає як його частка у ВВП, так і його внесок у ІСЦ. Підвищення реальних зарплат у продуктивних секторах дозволяє збільшити видатки на підтримку «хворих» секторів. І навпаки, якщо реальні зарплати не підвищуються, тоді «хворі» сектори стають обтяженням, і страждають такі галузі, як мистецтво та охорона здоров'я.

Саме це і відбувалося в США з початку 1970-х років: реальні зарплати середньостатистичних працівників не зростали, навіть коли медицина дорожчала. Це заганяло людей у ще більші борги. Дослідження Ріка Вольффа показало, що за останні десятиліття реальна зарплата в Сполучених Штатах майже не змінювалася, хоча продуктивність праці зростала відповідно до тенденцій335. Це означає, що зарплата не дозволяла робітникам купити товар, який вони виготовляли. Капіталісти мають вибір: або не змінювати ціни, або продавати товар у кредит, компенсуючи цим заморожені зарплати. Ми знаємо, який шлях вони вибрали, адже заборгованість домашніх господарств росла дуже швидкими темпами. У глобальній фінансовій кризі Вольфф винуватить саме цю заборгованість — і небезпідставно.

Повернімося до прихильників золотого стандарту («яструбів інфляції», або «золотих жуків»), які спонукають людей купувати золото, щоб захиститися від інфляції. Постає питання: нащо комусь зберігати директивні гроші, реальна вартість яких весь час знижується? Чому ми всі не заощаджуємо в золоті? Чи в біткойнах?

Кейнс казав: ніхто не тримав би готівку як засіб збереження вартості, якби була певність. Тримати багатство у високоліквідній формі, тобто в готівці, має сенс лише тоді, якщо ви невпевнені чи навіть боїтеся майбутнього. Під час фінансової кризи всі «ганяються» за готівкою. Вона дає дуже низький дохід, але це краще, ніж величезні збитки336! Якби ви хотіли нагромадити багатство і в 1966 році вибирали б інвестиційний портфель, який планували б тримати до 2011 року, то малоймовірно, що впродовж наступних 45 років ви тримали би багато готівки. Чимало інших активів набагато краще зберігають вартість, наприклад облігації Казначейства США. Проте якщо говорити про портфель

активів на наступні кілька місяців, то там був би певний відсоток готівки, адже між ліквідністю й дохідністю існує певний компроміс.

«Золоті жуки» люблять золото, але ті, хто купив золото в 1980 році, картали себе за нерозважливість упродовж наступних 30 років. Вони все ще не окупили своїх збитків, незважаючи на значне подорожчання золота під час останньої фінансової кризи. Ціни на сировинні товари (зокрема й золото) з часом падають у реальному вираженні (це жахливий спосіб страхування від інфляції), до того ж власники витрачаються на їх фізичне утримання. Справді, якщо подивитися на кошик стандартних сировинних товарів, якими торгують щодня на глобальних фінансових ринках, то виявиться, що їхні ціни, «чисті» від ефекту інфляції, постійно знижуються — у середньому на 1 % на рік упродовж останніх 100 років. Причина — у збільшенні продуктивності у видобувних галузях та віднайденні нових покладів сировини. Але ми все одно не станемо прогнозувати ціни на наступні 100 років; вони можуть піти вгору. До того ж у минулі 10 років на ринку сировинних товарів почали домінувати спекулятивні трейдери, і це призвело до утворення найбільшої спекулятивної бульбашки за всю історію людства. І це само собою може підвищити інфляцію, адже сировинні товари широко використовують у різних галузях промисловості. Та все-таки зберігати сировинні товари як страхування від інфляції — це погана ідея, бо ціни можуть як рости, так і падати.

Загалом ціни росли з багатьох причин. Частково підвищення цін можна пов’язати з проблемами їх вимірювання; дещо пояснює хвороба Баумоля. Якийсь відсоток інфляції зумовлений таким фактором, як влада над ринками, — мається на увазі вплив на ціни корпоративних олігополій та профспілки, але це не обов’язково погано. Дефляція гірша за інфляцію.

Насправді певний відсоток інфляції потрібен. Кейнс стверджував, що інфляція допомагає заохотити бізнесменів до інвестицій: інфляція збільшує номінальну дохідність інвестиційного проекту та полегшує обслуговування боргу337, залученого під цей проект. Ті американці, що закінчили коледж 1974 року з купою боргів за студентськими кредитами, справді оцінили інфляцію часів Картера (наприкінці 70-х років), коли кредитні платежі були зафіксовані в номінальному вираженні, а номінальні зарплати росли більш-менш відповідно до інфляції. Альтернативою могло би бути різке зниження цін у секторах, які не страждають на хворобу Баумоля, але дефляція — небезпечна хвороба. Це наче лікувати застуду останньою стадією раку.

Швидше за все, надлишковий сукупний попит не може бути прямим результатом підвищення цін від часів Другої світової війни, але те, що в післявоєнний період не було економічних депресій338, слід розглядати як фактор підтримування інфляції. Це тому, що наші економіки з «великими урядами», які намагаються не допустити нової Великої депресії, яку ми пережили в 30-х роках XX століття, зазвичай не потерпають від дефляції. Якщо порівняти XIX та XX століття, ми побачимо, що раніше ціни зростали в сприятливі періоди та знижувалися у важкі часи, а рівень цін у 1900 році був майже такий самий, як і в 1800-му. Та коли не брати до уваги значну дефляцію після Другої світової війни, ціни можуть рухатися лише в одному напрямку — вгору. Повторюю: немає доказів, що низька та

постійна інфляція псує економічні показники, хоч населенню вона і не подобається.

Далі ми поговоримо про значно вищі показники інфляції, які шкодять економіці. Виявляється, занадто висока інфляція — дуже рідкісне явище. Крім того, немає підстав вважати, що «повзуча» інфляція поступово перетвориться на гіперінфляцію.

9.2. Альтернативне пояснення гіперінфляції

Багато хто боїться, що уряд, який керується принципами ММТ, наражається на загрозу гіперінфляції. ММТійників часто звинувачують у лобіюванні економічної політики, яка може поновити гіперінфляцію часів Веймарської республіки чи Зімбабве. Вважається, що уряди цих держав свого часу вдалися до «друкування грошей», щоб профінансувати невтримні дефіцити державних бюджетів, і це спричинило таке швидке збільшення грошової маси, що інфляція розігналася до неймовірних рівнів.

Нескладно розповідати історії про гіперінфляцію, якої зазнали паперові гроші як Веймарської республіки, так і Зімбабве — вони обоє встановили рекорд за кількістю нулів, видрукуваних коли-небудь на грошовій купюрі. Ніхто не хоче захищати ні інфляцію, ні гіперінфляцію. У своїй класичній праці 1956 року Філліп Кейґан339 визначив гіперінфляцію як місячну ставку інфляції понад 50 %. Зрозуміло, що за таких умов нулі на грошах додаються дуже швидко, і це суттєво змінює економічне життя.

Найпопулярніше пояснення гіперінфляції — монетаристська кількісна теорія грошей: уряд емітує забагато грошей, що і стимулює ціни. Водночас пришвидшується грошовий обіг: ніхто не хоче довго тримати валюту, бо її купівельна спроможність різко падає. Зарплату треба видавати щодня, адже завтра за цю суму можна буде купити менше. Це означає, що навіть коли грошова пропозиція зростає такими самими темпами, як уряд друкує гроші (або додає нулі в наявну валюту), вона не встигає за ростом цін. І що швидше ростуть ціни, то вища швидкість обороту. Зрештою, працівники вимагатимуть щогодинної видачі зарплат і бігтимуть у магазини під час обідньої перерви, бо ввечері ціни будуть уже вищі.

Саме так Кейґан пояснював те, що проста версія кількісної теорії суперечить фактам: якщо ціни ростуть значно швидше за грошову масу, то як можна вважати причиною гіперінфляції те, що «забагато грошей “переслідують” замало товарів»? Щоб усунути невідповідність із фактами, кількісну теорію переглянули і визнали, що в період високої інфляції попереднє припущення про стабільну швидкість грошей (обов’язкову для підтримки зв’язку між грошима та цінами) вже не діє.

Тож озброївшись оновленою кількісною теорією, ми знову можемо говорити, що висока інфляція та навіть гіперінфляція — це результат великої пропозиції грошей, навіть якщо швидкість грошового обороту нестабільна (зростає, коли збільшення кількості грошей відстає

від інфляції). Як кажуть монетаристи, уряд контролює пропозицію грошей (грошову масу), тому гіперінфляція буває через державну економічну політику. Можна додати, що в період гіперінфляції пропозиція національної валюти (банкнот) стрімко зростає (з додаванням нулів). Далі уряд підтримує бюджетний дефіцит, адже податкові надходження не встигають за видатками, тож кажуть, що він гарячково друкує гроші, щоб компенсувати різницю. Так і виходить, що «забагато грошей "переслідують" замало товарів».

Отже, критики звинувачують у гіперінфляції уряд, який друкує гроші для фінансування дефіцитів. Читач може вгадати паралелі з нинішніми Сполученими Штатами, Великобританією та Японією: високий бюджетний дефіцит (плюс монетарна політика кількісного пом'якшення) збільшує банківські резерви, що, очевидно, призводить до зростання грошової пропозиції та цін. Який вихід? Зв'язати урядові руки. Колись якорем слугувало золото (і, звичайно, деякі прихильники золотого стандарту хочуть до нього повернутися). Сьогодні нам потрібна дисципліна — збалансовані бюджетні поправки, ліміт боргу або, як стверджують деякі економісти з поміркованим ставленням до державних дефіцитів на кшталт Пола Круґмана340, зобов'язання «зрештою» урізати дефіцитні видатки, коли економіка почне одужувати.

Розгляньмо ставлення ММТ до подібних пояснень гіперінфляції.

1. Коли ММТ стверджує, що уряд здійснює бюджетні витрати «натисканням на клавіші» (тобто бухгалтерськими проводками у своїх комп'ютерних системах), то це констатація факту, а не порада. Якби критики мали рацію, що «друк грошей» на видатки обов'язково призведе до інфляції чи гіперінфляції, то більшість розвинених країн мали б весь час високу інфляцію (якщо не гіперінфляцію), бо всі вони витрачають, «натискаючи на клавіші». Логічно, що всі уряди, які емітують власну валюту, мають її витратити, перш ніж стягувати в ній податки (або продавати облігації): крім них, надрукувати її не може більше ніхто, тож в урядів немає альтернативного способу здійснення видатків. І все-таки гіперінфляція — дуже рідкісне явище. Те, що ми звертаємося до прикладів Веймара чи Зімбабве, свідчить про зв'язок між «друком грошей» та гіперінфляцією. Але він не причинно-наслідковий зв'язок.

2. Гіперінфляцію спричиняють дуже особливі обставини, хоча між країнами та монетарними режимами, які мали такий досвід, є дещо спільне. Я не стверджуватиму, що повністю розумію причини гіперінфляції, але й пояснення монетаристів проливають на це небагато світла. Є розумна альтернатива. Далі ми розглянемо три добре відомі приклади альтернативного підходу.

3. Поточна ситуація в економіці Сполучених Штатів та її прогнози (те саме стосується Великобританії та Японії — наприкінці 2011 року всі ці країни мали значний бюджетний дефіцит341) не дають підстав очікувати не те що гіперінфляції, а навіть просто високої інфляції.

Більшість критиків ММТ і так званих директивних грошей загалом уявляють собі минуле, коли гроші були щільно прив'язані до сировинного товару, зокрема золота, що обмежувало можливості уряду і

банків створювати гроші «з повітря». Найкращий приклад — дорогоцінна металева монета, що, як вважалося, надавала «реальної» вартості державним грошам і змушувала уряди видобувати золото для здійснення видатків. Ту саму функцію виконував жорсткий золотий стандарт зі стовідсотковим забезпеченням золотом маси паперових купюр (які емітувала держава чи банки).

Але, як ми вже зазначали в розділі 6, реальність завжди трохи інакша. Подумайте про це так: золоті та срібні монети були просто IOU суверена, які прописувалися на металі (а не як зараз — на папері чи в електронній формі на рахунках у банківських балансах). Насправді монети зазвичай мали вищу вартість, ніж витрачений на них метал. Їх вводили в обіг за номінальною вартістю, яку проголошував суверен (для цього існує спеціальний термін — «номіналізм»: суверен встановлює вартість монети як, наприклад, для сьогоднішнього цента). Їхня вартість не обов'язково була стабільною: уряди збивали її, девальвуючи монети (тобто проголошували, що прийматимуть монети для платежу на користь уряду за новою вартістю, яка дорівнює половині попередньої). Уряди також знижували вартість монет, зменшуючи в них вміст дорогоцінного металу, що не обов'язково впливало на номінальну вартість. Були випадки з порівняно стабільним карбуванням монет та цінами протягом тривалих періодів, але вони пов'язані із сильними та стабільними урядами, які прийняли не «металізм», а сильний «номіналізм» (коли вартість монети дорівнює вартості вмісту дорогоцінного металу).

Натомість нестабільні періоди для монет траплялися під час правління слабких монархів, які вдавалися до зважування монет (щоб зловити шахраїв, бо ті обрізали краї монет із дорогоцінного металу) і при цьому не приймали легких. Така практика запускала «закон Ґрешема», коли всі зважували монети, приймаючи до сплати важкі, але при цьому намагаючись розплатитися легкими. То був справжній монетарний безлад. Зрештою проблему вирішив перехід до номіналізму: монети почали карбувати з недорогоцінного металу, що зруйнувало бізнес-модель шахраїв, які наживалися на обрізці країв монет.

Золотий стандарт теж не працював так, як уявляють нинішні його прихильники. По-перше, країни не постійно його дотримувалися. Якщо наставала економічна криза, вони відмовлялися від такого монетарного режиму. Та після відновлення економіки країни знову запроваджували золотий стандарт, допоки обмеження, які встановлює для економіки цей режим, не змушували їх укотре відмовлятися від нього, коли економіка держави знов опинялася в скруті. Золотий стандарт радше розхитував економіку, ніж сприяв монетарній стабільності.

По-друге, ніхто насправді не грав за правилами. Завжди була занадто велика спокуса використати проти золота фінансовий леверидж: тобто випускати більше IOU, ніж наявний обсяг золота дозволяв конвертувати. (Це визнавав навіть Мілтон Фрідман, стверджуючи, що золотий стандарт ідеальний лише в теорії, а на практиці не працює).

По-третє, періоди відносної економічної та фінансової стабільності (за часів Бреттон-Вудської системи після Другої світової війни чи в період «Пакс Британіка»342 перед Першою світовою) насправді були доларовими та стерлінговими стандартами. У кожному випадку країна,

що домінувала, погоджувалася прив’язати власну валюту до золота, і вже решта прив’язували до неї вартість своєї валюти. Така система — по суті, еквівалент програми з підтримки буферного запасу, тільки для золота; вона встановлювала верхню і нижню межу коливання цін для операцій конвертації валют у золото. Однак для міжнародної торгівлі потрібне було не золото, а фунти та, пізніше, долари США (тоді як золотий запас Бреттон-Вудської системи з міркувань безпеки був замкнений у Форт-Ноксі). Потрібні для стабільності умови було важко підтримувати, тому жодна з систем не протрималася довго. Після Першої світової війни стерлінгову систему не могли відновити; і справді, вона створила умови для Веймара (про це йтиметься нижче) та згодом для приходу до влади Адольфа Гітлера. Бреттон-Вудська система розвалилася на початку 70-х років XX століття, протягнувши майже ціле покоління. В обох випадках колапс систем фіксованих обмінних курсів призвів до міжнародних криз.

Зрештою, так закінчаться майже всі спроби прив’язати національну валюту до певного стандарту фіксованого обмінного курсу (до золота чи іноземної валюти): це працює до моменту неминучого колапсу.

Прихильники золотого стандарту та валютних коридорів мають рацію в тому, що країна з високими показниками інфляції може швидко їх знизити, прийнявши жорсткий зовнішній стандарт. Аргентина зробила це, впровадивши режим валютного коридору. Але такі дії спричиняють проблеми: по-перше, більшість країн не можуть забезпечити достатньої кількості іноземної валюти для проведення незалежної фіскальної політики, потрібної для економічного зростання; по-друге, коли звужується простір для фіскальної політики, валютний коридор не так легко скасувати, і це унеможливлює боротьбу з низьким економічним зростанням та збільшенням безробіття. Аргентина зазнала спекулятивної атаки на свої доларові резерви (незважаючи на те, що провадила досить жорстку фіскальну політику й у країні був високий рівень безробіття), і через відмову від доларового стандарту їй довелося пережити економічну та фінансову кризи343. Після цього країна досить швидко відновила економічне зростання, адже, повернувшись до власної валюти песо, здобула простір для фіскальної політики344. Річ у тім, що прив’язка валюти до золота чи іноземної валюти може успішно знизити інфляцію, але це обмежує зростання, бо важко відійти від фіксованого обмінного курсу, коли, крім кризи, потрібні інші економічні стимули.

Це знову повертає нас до питання, «як уряди здійснюють видатки». Будь-яка держава, яка випускає власну валюту, робить це «натискаючи на клавіші», тобто зараховуючи кошти на рахунки реципієнтів державних витрат і водночас збільшуючи резерви комерційних банків, що обслуговують реципієнтів. (Держава може надрукувати валюту й робити платежі за видатками бюджету в готівці, але ефект буде такий самий, бо реципієнти все одно відкриватимуть депозити в комерційних банках, резерви яких збільшаться). Повторюємо, це не пропозиція. Це реальність — так здійснюються видатки державного бюджету. Іншого способу немає. Неможливо надрукувати готівку у своєму підвалі; уряд повинен «вивести її в життя», перш ніж ви сплачуватимете податки чи купуватимете державні облігації.

Для країн із плаваючими обмінними курсами це кінець історії. Банки можуть використати свої резерви для купівлі державних облігацій, а вкладники — вимагати готівку (в такому випадку центральний

банк переміщає її в банки, при цьому списуючи відповідний обсяг із банківських резервів). Але ніхто не може повернути урядові боргові цінні папери, щоб вимагати золото чи іноземну валюту за фіксованим курсом. Тут немає проблеми доступності; також немає обмежень на золото чи іноземну валюту. Уряд може задовольнити будь-який попит на конвертацію готівки і вчасно сплачувати всі відсотки через додаткові електронні облікові записи (тобто «натискаючи на клавіші»).

А от за фіксованого курсу золотого стандарту чи валютного коридору боргові зобов'язання центрального банку та уряду — відповідно, й залишки резервів на рахунках у центральному банку — мають бути конвертовані в іноземну валюту (чи золото), і для цього розсудливий уряд повинен себе обмежувати (у створенні нових електронних облікових записів, або «натисканні клавіш»).

У країні можуть закінчитися золотовалютні резерви. І тоді їй доведеться оголосити дефолт на своє зобов'язання щодо конвертації. Це, звичайно, вважається дефолтом на державний борг. Фінансовий ринок починає сумніватися в спроможності уряду конвертувати за обіцяним обмінним курсом. Необережність влади стає вбивчою — уряд, що випускає забагато IOU порівняно з обсягом резервів, які обіцяно конвертувати на вимогу, може бути змушений оголосити про свою неплатоспроможність.

Плаваючий курс забезпечує простір у проведенні економічної політики, який розсудливі уряди використовують для досягнення цілей внутрішньої економічної політики. Звісно, історія знає багато нерозсудливих урядів. Завжди бракувало належного урядування. І все-таки цікаво, що окрім країн, які програли Першу світову війну (плюс Польща та Росія345, які були на боці переможців, але програли війну, відійшовши від капіталістичного світу), в номінально демократичних західних капіталістичних країнах у минулому столітті не було гіперінфляції. А якщо зменшити вибірку до країн із плаваючим обмінним курсом, валютних криз не було в жодній.

Цікаво, правда? Лише в країнах з фіксованим обмінним курсом або іншими обіцянками надавати іноземну валюту чи золоту (наприклад, позичати в іноземній валюті) траплялися випадки гіперінфляції та валютні кризи. Усе завжди зводиться до необачного збільшення цих IOU до обсягів, що не зіставні зі справжньою можливістю надавати іноземну валюту чи золото.

І хоча здається, що фіксований обмінний курс гарантує розсудливість346, це безглузда ідея. Запровадження фіксованого обмінного курсу — це прояв марних надій, що за такого режиму уряд буде поміркованим, хоча насправді він призводить до валютної кризи та ненавмисного дефолту. На жаль, уряди країн із фіксованим обмінним курсом дедалі частіше звертаються до молитви Св. Августина: «Боже, дай мені поміркованість, але тільки не зараз».

Коли суверенний уряд обіцяє надавати іноземну валюту347, то наражає економіку на ризик гіперінфляції на кшталт тієї, що виснажила Веймарську республіку після Першої світової війни. Така практика далека від поміркованості та аж ніяк не захищає від високої інфляції. Це

неправда, що фіксовані обмінні курси усувають ризики валютних криз та гіперінфляції, адже не обов'язково, що уряди чи комерційні банки будуть розсудливі. (Згадайте Ірландію! Ірландський уряд був взірцем розсудливості; але комерційні банки й далі досить довго надавали позики клієнтам в іноземній валюті. Коли ж позичальники банків стали неплатоспроможними, уряд Ірландії взяв усі валютні борги на себе — доволі нерозсудливо!).

Це неправда, що монетарні режими з плаваючим обмінним курсом незмінно призводять до гіперінфляції. Якби це було так, ми б потерпали від гіперінфляції весь час. І неправда, що можливість «друкувати гроші», «натискаючи на клавіші», обов'язково обертається гіперінфляцією. Усі уряди, які емітують власну валюту, здійснюють видатки, створюючи нові електронні облікові записи на балансі центрального банку та комерційних банків (або «натискаючи на клавіші»). Навіть якщо влада гарантує конвертацію власної валюти в іноземну за фіксованим курсом, вона все одно витрачає через бухгалтерські проводки — створюючи облікові записи електронними засобами. Якби бухгалтерські проводки призводили до гіперінфляції, ми б її мали весь час.

Але ні. Випадки гіперінфляції — це наслідки незвичних обставин.

9.3. Випадки гіперінфляції з реального життя

Висока інфляція та гіперінфляція — це рідкісні явища. У цьому параграфі ми розглянемо реальні приклади періодів гіперінфляції. Їх спричиняють дуже особливі обставини, хоча країни та монетарні режими, які їх переживали, мають дещо спільне. Просте «друкування грошей» для фінансування «високого бюджетного дефіциту» майже нічого не пояснює.

Утім, важливо дослідити зв'язок між бюджетними дефіцитами та високою інфляцією (чи гіперінфляцією). Луїс Карлос Брессер-Перейра, будучи міністром фінансів Бразилії в період високої інфляції (1990 року ІСЦ становив 3000 %), запропонував ґрунтовний аналіз із альтернативним поглядом на інфляцію. Податкові надходження до державного бюджету «ретроспективні», тобто базуються на попередній економічній активності. Податки на доходи, наприклад, розраховуються та стягуються з великими лагами в часі. Навіть податки з продажу стягуються з певним часовим лагом. Коли показник інфляції становить 2 % річних, лаги не мають великого значення, але якщо місячні показники сягають 10 % чи 50 %, навіть короткий лаг дає велику різницю. Бюджетні видатки своєчасніші: якщо піднімаються ціни, уряд виплачує більше. Якщо інфляція висока, податкові надходження впадуть нижче рівня бюджетних видатків, продукуючи дефіцит.

Звичайно, цей ефект залежить від індексації — від того, як часто піднімаються зарплати й трансфертні платежі, коли зростають ціни. У таких країнах, як Бразилія, де показники інфляції високі,

бюджетні видатки ростуть так само швидко, як і ціни. Податки надходять повільніше, тому виникає дефіцит. Індексація також призводить до інертної інфляції (утворюється спіраль «ціна — зарплата»: підвищення цін змушує піднімати зарплати, що спонукає фірми піднімати ціни, щоб вирівняти витрати). Після тимчасового падіння 1991 року темпи інфляції в Бразилії виросли на 1000 % у 1992-му та на 2000 % — у 1993-му. Бюджетний дефіцит, який був нижче 10 % від ВВП у 1992 році, у 1993-му зріс до 50 %, коли податкові надходження вже не встигали за видатками, що переважно індексувалися.

Брессер-Перейра усвідомлював: щоб сповільнити зростання дефіциту державного бюджету та шалену інфляцію, потрібно відмовитися від індексації. Це болісно, але якщо відкласти підняття зарплат, соціальних виплат та цін, за якими уряд купує товари та послуги, то він зможе знизити інфляційний тиск і водночас зменшити бюджетний дефіцит.

Важливо, що бюджетний дефіцит — це (принаймні частково) результат, а не причина високої інфляції. Загальновідомо: якщо уряд зменшить дефіцит (скажімо, скасувавши індексацію), то це знизить інфляційний тиск. Безумовно, цього можна досягти й драконівським збільшенням податків. Зверніть увагу, ці рекомендації щодо економічної політики не суперечать традиційному погляду, що жорстка економія бюджетних коштів може понизити інфляцію. ММТійники завжди погоджувалися, що до способів боротьби з інфляцією належить зменшення бюджетних видатків чи збільшення податків. Що вони заперечують, то це твердження монетаристів, ніби причина інфляції — просто «забагато грошей» в економіці.

Зупинення інфляції (наприклад, скасуванням індексації бюджетних видатків), імовірно, сповільнить збільшення дефіциту та ріст грошової бази й державних облігацій, випущених в обіг. (Це також зменшить процентні платежі уряду з обслуговування державного боргу, що відповідно сповільнить зростання доходів недержавного сектору та внутрішній сукупний попит). Альтернативний спосіб знизити інфляцію — прискорене стягнення податків. Також може допомогти зменшення цільового рівня процентної ставки центрального банку, адже це виллється у зменшення урядових процентних виплат на обслуговування державного боргу.

Повернімося до випадків гіперінфляції грошей. Америка двічі мала такий досвід — з «континенталями»348 та конфедеративною валютою (американці досі поміж собою вживають вислів «не вартий континенталя»). Перед революцією американські колонії доволі успішно експериментували з паперовими грошима. Частково це був вимушений захід, адже англійська корона не дозволяла їм випускати власну валюту. Деякі економісти, зокрема Адам Сміт, зазначали, що, хоч ці колоніальні банкноти й не підкріплювалися можливістю бути конвертованими на вимогу в дорогоцінний метал, вони могли підтримувати свою вартість, допоки їхній обсяг не починав перевищувати суму загальних податків [Wray 1998].

Як кажуть ММТійники, «податки керують грошима» — допоки валюта уряду необхідна для сплати податків, її приймають платники цих податків. Але її вартість визначатиметься тим, чи «важко» її отримати. Якби гроші «росли на деревах» (як любили говорити наші мами), то їхня вартість дорівнювала б зусиллям їх звідти дістати. Адам Сміт висловлював

занепокоєння щодо практики колоніальних урядів із випуску паперових грошей: мовляв, витрачаючи забагато, ці уряди випускають таку кількість паперових купюр, що їх стає легко дістати для сплати податків, і тому в економіці вони циркулюють з меншою вартістю.

«Континенталі» та конфедеративні гроші мали спільні мінуси. По-перше, воєнні потреби (Британія проти колоній, Північ проти Півдня) призвели до перенасичення економіки паперовими купюрами. Тут немає нічого нового — війни завжди спричиняють інфляцію, оскільки бюджетні видатки стимулюють попит, зумовлюючи дефіцит товарів та піднімаючи ціни. Проте так сталося і з валютою Союзу (Північ), який теж страждав від високої інфляції, хоч і не від такої, як конфедерати (Південь). Різниця була в податках; по суті, обидві валюти («континенталі» та конфедеративні гроші) не мали підкріплення у формі вимог зі сплати податків.

Свого часу Конфедерація колоній, воюючи проти Британії, не мала достатньо влади, щоб встановлювати та стягувати податки. Згодом представники Конфедеративних штатів вирішили, що населення вже досить настраждалося через повстанську війну, а тому законодавці не хотіли обтяжувати його ще й податками. А на Півночі, хоча й підтримували високий дефіцит, та водночас зберегли податкову систему, яка давала змогу керувати грошима, завдяки чому й уникнули гіперінфляції. Може здатися, що гіркий досвід Півдня — це результат песимізму щодо можливості виграти війну, однак не в цьому справа. Навіть під кінець війни, коли надій на перемогу зовсім не лишилося, Конфедерація все ще могла розміщувати облігації під низькі проценти (хто зацікавився цими питаннями, може прочитати мою книжку «Розуміння сучасних грошей»). Схоже, різниця полягала саме в неспроможності встановити систему оподаткування під час Революції та сецесії Півдня.

Нині найвідоміші випадки гіперінфляції сталися у Веймарській республіці та, не так давно, в Зімбабве. (Менш відомий, але ще показовіший випадок гіперінфляції був в Угорщині). Найґрунтовніше їх проаналізували Вільям Мітчелл (у своєму блозі: http:/bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=13035) та Боб Паренто (http://www.nakedcapitalism.com/2010/03/paranteau-the-hyperinflation-hyperventalists.html).

Зазвичай уважають, що у Веймарській Німеччині все почалося з того, що уряд став вільно друкувати не підкріплені золотом паперові гроші, не врахувавши гіперінфляційних наслідків. Насправді все було набагато складніше349. По-перше, навіть на початку XX століття більшість урядів здійснювали видатки, випускаючи IOU — хоча багато з них забезпечували конвертацію цих зобов’язань у фунт стерлінгів чи золото. Німеччина програла Першу світову війну і страждала від тягаря занадто високих репарацій, які мала сплачувати в золоті. Безліч виробничих потужностей було знищено чи відібрано в окупації, і залишалися вкрай незначні золоті резерви. Щоб заробити золото на виплати переможцям, країна змушена була експортувати. (У своїй першій всесвітньо відомій книжці «Економічні наслідки Версальського мирного договору» Кейнс стверджував, що Німеччина не зможе виплатити репарації. Зауважте, це були зовнішні борги, номіновані переважно в золоті).

Виробничих потужностей країни не вистачало навіть на задоволення внутрішнього попиту, вже не кажучи про експорт, завдяки якому вона могла б платити репарації. Уряд покладався на видатки, адже вважав, що оподатковувати на рівні, достатньому для вивільнення ресурсів на експорт, політично було неможливо. Це означало, що йому доводилося конкурувати з внутрішнім попитом за обмежену пропозицію товарів — і тому він підвищував ціни. Але, щоб купувати необхідний імпорт, німецькі внутрішні виробники повинні були позичати за кордоном (в іноземній валюті). Підвищення цін та водночас іноземні позики призвели до знецінення національної валюти, через що збільшилися вимушені позики (бо в національній валюті іноземний імпорт коштує дорожче) і зріс тягар репарацій у національній валюті.

З усіх цих причин бюджетний дефіцит швидко зростав: висока інфляція перетворилася на гіперінфляцію, адже податкові надходження вже не могли наздогнати високезних цін. Зрештою, в 1924 році Німеччина прийняла нову валюту. І хоча це не була офіційна платіжна одиниця, вона спеціально призначалася для сплати податків. Гіперінфляція закінчилася. Уважати надмірний «друк грошей» єдиною причиною гіперінфляції у Веймарській республіці, було б, очевидно, занадто просто.

Перейдімо до Зімбабве. Ця країна пережила велетенські соціальні та політичні проблеми, коли безробіття сягало 80 %, а розмір економіки (тобто її ВВП) скоротився на 40 %. Цьому передувало ухвалення суперечливої земельної реформи, яка кардинально поділила раніше великі та продуктивні сільськогосподарські ферми, спричинивши тим самим колапс харчової промисловості. Держава змушена була покладатися на імпорт харчових продуктів та позики МВФ (ще один випадок зовнішніх боргів). В умовах нестачі харчів та шаленої конкуренції між урядом та приватним сектором за малу пропозицію вплив на ціни був негативний — вони постійно прямували вгору.

У цьому випадку уряд так само не міг підняти податки через політичні та економічні причини. Знову ж таки, монетаристське «друкування грошей» не пояснює ситуації в Зімбабве, яка переважно була спричинена соціальними заворушеннями, крахом сільського господарства й тягарем зовнішнього боргу.

9.4. Висновки щодо гіперінфляції

Ми не стверджуємо, що марно намагатися запобігти гіперінфляції жорстким обмеженням бюджетних видатків (або значним збільшенням податків). Проте, якщо розглянути конкретні приклади гіперінфляції, то стає зрозуміло, що не все так просто з випадками, коли уряд запроваджує директивні гроші й раптом стикається з гіперінфляцією, нібито спричиненою надлишком «надрукованих» грошей. Очевидно, що існує безліч чинників, які зумовлюють гіперінфляцію, але є і спільні проблеми — соціальні та політичні кризи, громадянські війни, крах виробничих потужностей (причиною чого може бути війна), слабкі уряди та іноземний

борг, номінований у зовнішній валюті чи золоті. З одного боку, підвищується бюджетний дефіцит і (згідно з тотожністю) збільшується обсяг державних облігацій в обігу, а з другого — комерційні банки створюють гроші для фінансування приватних витрат, які конкурують з урядовими, що врешті-решт підвищує ціни.

Жорсткіша монетарна політика могла б допомогти зменшити інфляційний тиск. Імовірно, це не усунуло б загальних проблем, адже поширена причина гіперінфляції — обмеження на пропозицію вироблених товарів. Але розв'язання цих питань не вимагає прийняття золотого стандарту. Для боротьби з високими показниками інфляції урядовцям, що відповідають за економічну політику, радше потрібно зменшити індексацію державних витрат, стабілізувати виробництво, зменшити попит стосовно пропозиції та вгамувати соціальне невдоволення. Якщо показники інфляції залишаються високими тривалий час, також може допомогти впровадження нової валюти та істотна реструктуризація зовнішніх боргів (байдуже, що ця процедура рівнозначна оголошенню дефолту).

Таким чином, зв'язок між високою (чи гіпер-) інфляцією, бюджетним дефіцитом та «грошовою пропозицією» є, хоча його й не пояснює проста монетаристська теорія. Як відомо, уряд завжди витрачає «натисканням на клавіші», тобто зараховуючи кошти на банківські резерви, та оподатковує (чи продає облігації), списуючи кошти з цих рахунків. Дефіцити означають, що уряд здійснював більше зарахувань на банківські рахунки (проводок із кредиту), ніж списань (проводки з дебету). У результаті уряд створив чистий обсяг власних IOU (фінансових зобов'язань) у формі грошової бази (резерви плюс готівка в обігу) і державних облігацій. Як ми вже казали, в разі високої інфляції чи гіперінфляції податки (проводки з дебету банківських рахунків) ростуть повільніше за урядові видатки (проводки з кредиту); це спричиняє бюджетні дефіцити, що означає збільшення IOU уряду (грошової бази та державних цінних паперів).

Ситуація гірша, якщо центральний банк проводить політику високих процентних ставок. Це тому, що уряд зазвичай продає багато облігацій у той час, як дефіцит зростає (інколи цього вимагають запроваджені операційні процедури або встановлення цільового рівня процентних ставок овернайт вище так званої ставки підтримки — наприклад, коли в США цільовий рівень процентної ставки ФРС за резервними грошима перевищує ставку, яку вона платить банкам за надлишками резервів), а процентні виплати за державними облігаціями стимулюють бюджетні видатки. Якщо центральний банк реагує на зростання дефіциту підняттям цільового рівня процентних ставок, то тільки ще більше підвищує дефіцит. Але це додатково стимулює економіку процентними виплатами уряду на користь недержавного сектору.

9.5. Політика кількісного пом'якшення та інфляція

У вересні 2012 року ФРС запустила вже третю програму кількісного пом'якшення — QE3. Цього разу ФРС обіцяла викуповувати

іпотечні цінні папери на суму 40 млрд доларів США щомісяця до кінця року та проводити, по суті, політику нульових процентних ставок (ZIRP350) до середини 2015-го. ФРС також оголосила про викуп інших довгострокових активів, віддаючи перевагу облігаціям із більшими термінами погашення, що загалом збільшувало щомісячний обсяг викупу до 85 млрд доларів США, і все це задля зниження довгострокових процентних ставок. Зрештою в жовтні 2014 року ФРС розпочала поступове згортання політики кількісного пом'якшення. Навесні 2015 року було заявлено, що ZIRP має закінчитися до середини поточного року351.

Щойно ФРС була готова ослабити політику кількісного пом'якшення, Європейський центральний банк запустив аналогічну програму. Противники інфляції (з-поміж «яструбів інфляції»), які пророкували її розкручування в США ще з початку 2008 року, коли ФРС почала надавати допомогу фінансовим інституціям, заговорили про інфляцію в Єврозоні. Справді, і США, і ЄМС звернулися до політики кількісного пом'якшення як до останньої надії. Кращих ідей їм на думку не спало. Фіскальних стимулів не розглядали, отже, залишалася монетарна політика. При цьому її традиційні заходи були вже випробувані, і ефект від них був вичерпаний — цільові рівні процентних ставок досягли нуля. Тож і США, і ЄМС узяли на озброєння приклад Японії — збільшили баланси центральних банків.

Є дві причини, чому економічні стимули стали залежними від монетарних заходів кількісного пом'якшення. По-перше, відповідальні за економічну політику урядовці пристали до ідеологічного погляду жорсткої економії, мовляв, фіскальна політика «поза грою»; дехто вважав, що вона не спрацює, решта — що в уряду «немає грошей». Усі ці погляди хибні, але в них непохитно вірили.

Друга причина полягала в тому, що голова ФРС Бен Бернанке невідступно дотримувався думки, що саме правильна монетарна політика могла б відвернути як Велику депресію в США, так і (не одне) втрачене десятиліття в Японії. По суті, він побудував свою академічну кар'єру на аргументі, що центральний банк здатен на більше, ніж просто зсувати процентну ставку овернайт до нуля (ZIRP).

У результаті фінансової допомоги банкам та запровадження програм кількісного пом'якшення баланс ФРС буквально вибухнув — і як прихильники кількісної теорії монетаристів та австрійської школи352, так і Рон Пол змушені були болісно переживати гіперінфляцію.

За час трьох програм кількісного пом'якшення ФРС викупила величезні суми облігацій Казначейства США та іпотечних цінних паперів. Коли ФРС купує активи, вона поповнює (проводка з кредиту) залишки резервів на відкритих у ній рахунках комерційних банків. Тому результатом кількісного пом'якшення стає швидке збільшення балансу ФРС — аж до трильйонів доларів США353. Водночас комерційні банки міняють активи, які продають (облігації та іпотечні цінні папери, що викуповує ФРС), щоб поповнити власні резерви в центральному банку354. Зазвичай банки намагаються зменшити суму резервів до обсягу, необхідного для клірингу міжбанківських розрахунків (банки використовують резерви для взаємних платежів) та виконання нормативу обов'язкового резервування. У разі підтримання політики нульової процентної ставки комерційні банки не можуть отримати дохід, позичаючи резерви один одному. Пізніше, після

кризи 2008 року, ФРС дещо змінила свою політику і тепер сплачує невеликий, але позитивний процент на резерви (це називається ставкою підтримки). Тож банки утримують надлишкові резерви і мають невеликі доходи на них від ФРС. Вони не в захваті, але нічого не можуть удіяти: ФРС пропонувала за цінні папери вигідну ціну, тому банки не могли втриматися від їх продажу — і «застрягли» з надлишковими резервами.

Бернанке не винен у тому, що Вашингтон не збільшував видатків355. Центральні банкіри не контролюють фіскальної політики. Вони «грають» лише тими інструментами, над якими мають владу — монетарною політикою, що під час рецесії балансів356, не має впливу. Провина центральних банкірів лише в тому, що вони дають підставу для нераціональних очікувань. Вони як чарівник країни Оз, але кермо, яким вони керують, не прикріплене до економіки.

До чого справді призвело кількісне пом'якшення, то це до заміни казначейських облігацій та іпотечних цінних паперів в активах комерційних банків на резерви у ФРС. Коли центральний банк купує облігації, це зменшує процентні доходи банків. Сподівання, що зменшення доходів стимулюватимуть банки розширити кредитування, виявилися невиправданими. Це не спрацювало, і добре, що так сталося. Потрібно, щоб комерційні банки пропонували «гідні» кредити охочим та кредитоспроможним позичальникам. Нікому не хочеться, щоб комерційні банки відчайдушно шукали дохід, роздаючи кредити направо й наліво (знову!).

Підіб'ємо підсумки щодо кількісного пом'якшення таким прикладом. Припустімо, ви маєте поточний і депозитний рахунки в банку. Банк робить пропозицію, від якої ви не можете відмовитися: перемістити частину коштів із депозитного рахунку на поточний. (Скажімо, в нагороду вони обіцяють подарувати вам тостер, а ви дуже любите тости). Чи спонукатиме вас це переміщення коштів витрачати більше? Напевно, ні. Особливо, якщо ви переживаєте за майбутнє, вашу дружину недавно звільнили і ви «під водою» через вашу іпотеку357. Імовірно, ви навіть скоротите витрати, бо отримуєте менше процентного доходу на залишок поточного рахунку.

Подібним способом кількісне пом'якшення перемістило кошти банків із депозитного рахунку у ФРС (облігації Казначейства США) на поточний рахунок у ФРС (резерви). Це зменшує дохідність банківських операцій на 100 чи навіть 200 базисних пунктів. І як такі заходи мають стимулювати економіку? Слід припинити наші інфляційні переживання. Кількісне пом'якшення не може спричинити інфляції. Неважливо, скільки резервів створено, вони безпечно «замкнені» на балансі центрального банку. Вони ніяким чином не можуть бути вивільнені і вплинути на інфляцію.

Але в кількісного пом'якшення є й темніший бік. Коли процентні ставки низькі, банки платять майже нульові відсотки на депозити і збільшують комісії, що стягуються з вкладників. Низькі депозитні ставки та високі комісії зменшують кількість вкладників. На свої заощадження вони не можуть отримати й половини процентного пункту. Так, ставка на іпотеку теж знизилася, але нетто-ефект «висмоктав» доходи споживачів. Ось цитата зі звіту Credit Suisse:

Побічний ефект політики ФРС із підтримання майже нульової процентної ставки — колапс приватних процентних доходів за останні кілька років. Зниження процентних доходів насправді перевищує суми заощаджень на обслуговування боргу. На графіку 2 наведено порівняння динаміки витрат домогосподарств на обслуговування боргів та персональні процентні доходи. Ці обидва агреговані показники досягли пікового рівня 1,4 трлн доларів США приблизно в той самий час — у середині 2008 року. Наш аналіз показників ФРС показав, що загальні витрати на обслуговування боргів (зокрема іпотечні витрати та витрати на обслуговування споживчих кредитів) впали на 206 млрд доларів порівняно з піковим рівнем. Скорочення величини процентних доходів від піку становило приблизно 407 млрд доларів, що понад удвічі перевищує переваги, отримані від зменшення витрат на обслуговування боргу (Credit Suisse, 21 листопада 2011 року, Economics Research358).

Це питання краще розглянути в ретроспективі. Пам'ятаєте фіскальні стимули президента Обами? Вони дорівнювали приблизно 400 млрд доларів на рік протягом двох років — майже 3 % від ВВП. Тривали суперечки щодо того, чи це «спрацювало». Лише божевільні не вірять, що це врятувало американців від ще гіршої рецесії, ніж та, яка справді була. Політика нульових процентних ставок в економіці зменшує агрегований попит на величину, що дорівнює половині стимулів Обами. І не тільки впродовж двох років — це триває постійно, поки ФРС проводить політику ZIRP.

Виходить, кількісне пом'якшення мало стимулювати економіку завдяки стягненню 1,5 % ВВП щороку?

Вивчення досвіду Японії (яка два останні десятиліття експериментувала із ZIRP) засвідчує, що дуже низькі ставки зменшують попит більше, ніж його створюють. ФРС сплутала педалі газу та гальм: кількісне пом'якшення тиснуло на гальма, хоча у ФРС гадали, що додають економіці «газу». Це не означає, що кількісне пом'якшення — погана політика (багато ММТійників весь час захищають політику низьких процентних ставок), але ми повинні розуміти, що саме ці заходи не стимулювали економіку. (Див. також hppt://moslereconomics.com/2012/12/27/fed-qe-extracts-record-interest-income-from-the-conomy/).

9.6. Висновок: ММТ та економічна політика

З одного боку, підхід ММТ описовий: він пояснює, як працюють суверенні валюти. Коли ми говоримо, що уряд здійснює видатки «натисканням на клавіші» і що в емітента суверенної валюти вона не закінчується, — ми описуємо. Описуємо й тоді, коли стверджуємо, що суверенні уряди не позичають власної валюти. Чи наводимо нашу класифікацію продажу облігацій як частини монетарної політики, що допомагає центральним банкам досягти цільового рівня процентних ставок. Або ж наголошуємо, що плаваючий обмінний курс дає урядові найширший простір для економічної політики.

Функціональні фінанси формулюють приписи-пропозиції для економічної політики. Згідно з ними суверенна держава для досягнення повної зайнятості повинна використовувати фіскальну та монетарну політику. На думку Лернера, це робиться, по-перше, шляхом встановлення правильного рівня державного бюджету (коли в економіці безробіття, слід більше витрачати та менше оподатковувати) і, по-друге, завдяки підтриманню на правильному рівні процентної ставки. Це не дуже радикальні пропозиції. Їх використали кейнсіанці після Другої світової війни. І, як ми вже зазначали, їх прийняв навіть Мілтон Фрідман, який сформулював власну версію функціональних фінансів.

Однак початкові пропозиції Лернера були розроблені в економічному середовищі з низькою інфляцією, коли найбільше він переймався тим, як не повернутися до дефляції 30-х років XX століття. Пізніше, коли інфляція «нагадала про себе» в 60-х роках, Лернера занепокоїла цінова стабільність. Він розширив свої пропозиції щодо економічної політики, які полягали в різних типах контролю за цінами та зарплатами. Ми не обговорювали це в посібнику, але дещо схожу форму контролю спробував застосувати у США президент Ніксон на початку 1970-х років. Працював такий контроль чи ні — питання суперечливе, але він поступився місцем жорсткій економії за часів президента Картера, яка була застосована для боротьби з двозначною інфляцією. І з кінця 70-х років більшість країн почали постійно використовувати для цього жорстку монетарну та фіскальну політику.

Уряд мусить припинити прикидатися, ніби підтримує повну зайнятість. Справді, безробіття стало інструментом досягнення цінової стабільності. І навіть гірше, коли прихильники «традиційних поглядів» почали стверджувати, що центральні банки повинні дотримуватися тільки цінової стабільності, фіскальна політика повністю деградувала. Усі забули про Лернерів підхід «керівного керма». Результатом було типово високе безробіття й сповільнене економічне зростання. У Сполучених Штатах процвітала бідність та нерівність. У всьому світі серйозне безробіття було проблемою навіть під час економічного зростання.

У попередньому розділі ми розглянули альтернативні стратегії створення робочих місць без інфляційного тиску (програми «Гарантована зайнятість» та «Роботодавець останньої інстанції»). Ми обґрунтували, що, оскільки ці програми працевлаштовують людей з «нижчих щаблів» суспільства й діють за принципом буферного залишку та мінімального рівня зарплат, вони не мають тих хиб, що властиві потенційно інфляційним заходам стимулювання через «накачування» внутрішнього попиту. Від зменшення податків чи збільшення видатків користь зазвичай одержують відносно заможні громадяни, а сподівання, що робочі місця «перепадуть» безробітним та бідним, — переважно марні. Натомість програми ГЗ / РОІ відразу призначені для бідних, щоб витягти їх із бідності.

Серед ММТійників були дебати, чи включати пропозиції програм ГЗ / РОІ до ММТ. Дехто стверджує, що ММТ має залишатися суто описовою і не пропонувати жодних рекомендацій. Інші кажуть, що ці програми були частиною ММТ від самого початку.

З погляду лише фактів останнє твердження слушне. Ті з нас, хто почав розвивати ММТ двадцять років тому, з перших днів включав у неї програми зі створення робочих місць. Також ми вважаємо, що суверена валюта потребує «якоря», а коли в ГЗ / РОІ встановлюється базова зарплата, ці програми самі стають цим якорем. Певною мірою вартість валюти визначається кількістю робочої сили, яку вона може найняти. Якщо, наприклад, погодинна мінімальна ставка зарплати в програмі зі створення робочих місць визначена на рівні 15 доларів, то ми знаємо що за 15 доларів можна купити годину праці. Доки зарплата лишається сталою і доки в програмі є працівники, роботодавець із недержавного сектору може «переманювати» працівників із програм за плату, яка на кілька центів вища за плату в програмі.

На нашу думку, такий монетарний якір дієвіший за унцію золота, якою начебто «підкріплено» валюту. Резервний запас робочої сили ефективніший для стабілізації економіки, ніж резерви золота, тому що праця — складник виробництва всіх товарів та послуг. Крім того, дохід працівника — це найважливіше джерело попиту на кінцевий продукт споживання. Тож запроваження економіки з повною зайнятістю та порівняно сталими зарплатами в програмах надання робочих місць допоможе стабілізувати не лише споживчі витрати та дохід домогосподарств, а й зарплати і, відповідно, ціни.

Стефані Келтон використала цю аналогію. Мілтон Фрідман просував свою версію «кількісної теорії грошей» під назвою «монетаризм». Ми на ній докладно не зупинятимемося, бо про неї можна прочитати в будь-якому підручнику з економіки. Ключова ідея полягає в тому, що збільшення грошової пропозиції зумовлює підвищення доходів та витрат, і якщо грошова пропозиція збільшується надто швидко, це запускає інфляцію. Відомий вислів Фрідмана, що «завжди і всюди інфляція — це явище монетарне». З одного боку, монетаризм описовий: монетаристи стверджують, що існує зв’язок між збільшенням грошей та інфляцією. З другого, він формулює прямі пропозиції: для боротьби з інфляцією центральний банк повинен контролювати збільшення грошової маси. Ми не можемо уявити собі монетаризм без цих двох складників — дескрипції та формулювання настанов; неможливо відділити рекомендації монетаристів у сфері політики від їхніх тверджень, що гроші спричиняють інфляцію.

Як зауважує Келтон, основна пропозиція ММТ в економічній політиці звучить так: уряд повинен досягати повної зайнятості, не доводячи при цьому до інфляції. І досі ще ніхто не запропонував кращої ідеї, ніж програми ГЗ / РОІ. Тому ми не можемо відокремити опис від формулювання пропозицій у галузі економічної політики. Справді, ММТ — це більше, ніж опис та пропозиції. Вона дає можливість зрозуміти економіку в цілому; репрезентує «погляд на світ», що починається з розуміння «природи» грошей.

Водночас більшість постулатів ММТ може прийняти будь-хто. Якщо хтось хоче використовувати описову частину ММТ, не погоджуючись із пропозиціями щодо економічної політики, будь ласка. Опис визначає рамки проведення економічної політики і залишає певний простір для полеміки про те, що повинен робити уряд. Коли ми зрозуміємо, що доступність — не проблема для суверенного уряду, який емітує власну

валюту, питання, що він повинен робити, стануть першочерговими. І тоді вже можна буде подискутувати.

* * *

333 «Яструби інфляції» (англ. inflation hawks) — економісти, державні діячі, законодавці чи політики, які найголовніше завдання вбачають у стрімкому приборканні і навіть цілковитому усуненні інфляції як явища. У фінансовій та економічній літературі як синонім уживають інший термін — «золоті жуки».

334 Це твердження стосується групи економічно та промислово розвинутих країн і жодним чином країн колишнього радянського табору та деяких інших, які за останні 30–40 років пережили економічні кризи й девальвацію національних валют.

335 Див. книжку Ріка Вольффа «Криза кіпалізму: глобальний економічний занепад і що із цим робити», 2-ге вид., 2013 р. (https://www.amazon.com/dp/1566569362).

336 Яких можна зазнати під час кризи, коли багатство зберігається в портфелі активів, що складається з облігацій, інших цінних паперів, строкових банківських депозитів.

337 Коли борг номінований у національній валюті.

338 Які так само, як економічна депресія в США початку 30-х років XX століття, могли б спричинити нові хвилі дефляції.

339 Філліп Кейґан (1927–2012) — американський учений-економіст, професор Колумбійського університету, автор кількох книжок.

340 Пол Круґман — американський економіст, якому 2008-го було присуджено премію Центрального банку Швеції пам’яті Альфреда Нобеля за досягнення в галузі економічної науки (в медіа цю нагороду називають Нобелівською премією з економіки).

341 Дефіцити державних бюджетів становили 7,5 % та 9,1 % відповідно. У США цей показник був на рівні 9,6 %. Див.: http://www.imf.org/en/Publications/WEO.

342 Лат. Pax Britannica, або «Британський мир» — період світової гегемонії Британської імперії у світі в 1815–1914 роках, коли в Європі запанував відносний мир між країнами.

343 Від тривалого дотримання такого режиму були побічні ефекти, з якими країна має справу і нині.

344 У цей час песо незмінно було в обігу. Автор має на увазі відмову від фіксованого обмінного курсу та від нових позик в іноземній валюті.

345 Російська імперія та її комуністичний наступник Радянський Союз, який був водночас і фіскальним, і монетарним союзом. З досвіду України в СРСР ми знаємо, що фіскальний союз не гарантує міцності монетарного союзу.

346 Мається на увазі розсудливість суб’єктів економіки й особливо уряду щодо фіскальної політики. Натомість в Україні вважають, що фіксований обмінний курс гарантує загальну економічну стабільність.

347 Тобто позичати в іноземній валюті та / або підтримувати прив’язку обмінного курсу національної валюти до іноземної валюти чи золота.

348 Від англ. Continentals. Ранні паперові гроші, що були в обігу в XVII–XVIII століттях на території нинішніх Сполучених Штатів Америки.

349 Доволі докладний опис цієї історії подано в книжці Адама Ферґюсона «Коли вмирають гроші», 2010 р. На жаль, українською її не перекладено. Але в блогах аналітичного відділу ICU можна ознайомитися з її оглядом (https://www.icu.ua/uk/research/blog/pro-nflyacyu-scho-ruynu-krani-ta-susplstva) та з порівняльним аналізом тодішньої Німеччини та України (https://www.icu.ua/uk/research/blog/okupacya-blokada-ekonomchn-nasldki-nmechchina-u-1923-roc-uroki-dlya-ukrani).

350 Англ. Zero interest-rate policy.

351 Насправді ФРС відійшла від ZIRP у грудні 2015 року.

352 Австрійська школа розглядає державне втручання в економіку як руйнівну і не потрібну дію. Одним із її основоположників був Людвіґ фон Мізес (1881–1973), який народився у Львові та виріс на Галичині і, за свідченнями його біографів, володів українською мовою (див. рецензію на книжку фон Мізеса «Запланований хаос» у блозі аналітичного відділу ICU: https://www.icu.ua/uk/research/blog/slovo-klasika-pro-kornnya-totaltarizmu).

353 До кризи 2008 року баланс ФРС становив 0,9 трлн доларів, а на початку 2015-го — 4,5 трлн доларів.

354 Низка бухгалтерських проводок на балансі комерційного банку, які зрештою приводять до дебету активного рахунку, «залишки на кореспондентському (резервному) рахунку в центральному банку» та кредиту іншого активного рахунку, наприклад, «цінні папери в портфелі банку».

355 Мається на увазі федеральний уряд і його бюджетна політика.

356 Англ. balance sheet recession. Стан в економіці, коли суб’єкти господарювання намагаються зменшити боргове навантаження, тобто за першої ж нагоди отримання доходу суб’єкт господарювання спрямовує його на погашення боргу, а не на споживання.

357 Термін «під водою» (англ. underwater) означає стан, коли борги перевищують ринкову вартість активів. Стосовно іпотеки цей термін означає стан боржника, коли ринкова вартість нерухомості через падіння цін нижча за залишок боргу перед банком.

358 https://doc.research-and-analytics.csfb.com/docView?language=ENG&source=ulg&format=PDF&document_id=930221251&serialid=WCjh4HraBteNnwZn29w46PybhgK%2BBIXDfe0rAQogpwQ%3D.

10. Висновки. Сучасна теорія грошей для суверенних валют

У цьому посібнику ми розглянули макроекономічні тотожності секторальних балансів, а також висновки, які слід зробити з наявної інформації про залишки та рух фінансових активів. Це фундамент для формування відповідної економічної політики в кожній суверенній державі, зокрема для економік, що розвиваються. Ми ретельно проаналізували операційну реальність держави, яка використовує національну (суверенну) валюту. І дослідили, як різні режими обмінного курсу обмежують уряд під час формування та втілення в життя внутрішньої економічної політики. Ми дійшли висновку, що встановлення монетарного режиму з плаваючим обмінним курсом національної валюти розширює простір для економічної політики. Однак навіть якщо в державі, що розвивається, діє монетарний режим прив’язки обмінного курсу, простір економічної політики, доступний емітентові валюти (національному уряду), майже завжди ширший, ніж це назагал визнають.

Розуміння того, як емітент валюти витрачає та оподатковує і чому він продає облігації, допомагає розширити інструменти економічної політики під час усіх можливих режимів обмінного курсу валюти. Це підводить нас до підходу функціональних фінансів, згідно з яким урядові слід використовувати свій бюджет для досягнення мети, яку він вважає загальносуспільною. Важливо те, що уряд повинен досягати не

лише повної зайнятості, а й водночас цінової стабільності. Ми детально проаналізували одну програму, яку можна використати для досягнення такої мети: це програма «Гарантована зайнятість», або «Роботодавець останньої інстанції».

Усе це слугує посібником із ММТ — передумовою до розуміння, як насправді працюють «сучасні гроші» і які варіанти економічної політики доступні уряду, що випускає власну суверенну валюту. У цьому останньому розділі ми розглянемо кілька питань, що еволюціонували з часу публікації першого видання цієї книжки. Розпочнемо з двох понять, які ММТ «трактувала правильно», — наближення Глобальної фінансової кризи та кризи Єврозони.

10.1. Безпомильність ММТ: Глобальна фінансова криза

Усім нам добре відоме запитання, яке поставила королева Британії: чому ніхто з економістів не передбачив Глобальної фінансової кризи — найгіршої економічної кризи з часів Великої депресії? Звісно, це було не зовсім так, оскільки деякі економісти з різних країн світу ще з другої половини 1990-х років попереджали про те, що наближається криза. Дірк Беземер359 докладно вивчив прогнози, щоб з'ясувати, «хто бачив, що вона насувається»6. Він вибрав з десяток тих, хто не лише спрогнозував кризу, а й слушно передбачив характер проблем, що її спричинили.

Якщо коротко, Беземер виявив, що економісти, які дотримувалися загальноприйнятого підходу макроекономічного еквілібріуму, не передбачили кризи і не могли її передбачити. Вони або ігнорували всі фінансові інновації, що вплинули на розвиток кризи, або думали, що інновації зменшують ризики й таким чином збільшують стійкість фінансової системи. Але десяток тих, хто все-таки розумів, що наближається криза, відкинули концепцію макроекономічного еквілібріуму, а натомість узяли за основу підхід кругообігу, в якому фінансові залишки та потоки розглядаються узгоджено. Вони робили акцент на облікових макроекономічних тотожностях, а не на рівновазі між попитом та пропозицією. А також моделювали фінансову систему як окрему від «реальної» економіки сферу діяльності й допускали невизначеність замість традиційного підходу, де економічні агенти ухвалюють оптимальні та раціональні рішення.

Ми розпочали цей посібник з облікових макроекономічних тотожностей і трактування фінансових залишків та потоків відповідно до основоположної праці Вінна Ґодлі. Ґодлі і я попереджали про нестабільну економіку «Золотоволоски» в 1990-х роках — профіцити федерального бюджету за президента Клінтона означали, що приватний сектор був у глибокому дефіциті. Узявши додатково на озброєння підхід фінансової нестабільності Гаймана Мінськи, ММТійники змогли з'ясувати, що вразливість фінансового сектору дедалі зростала. Ми також узяли за основу підхід «етапів» розвитку капіталізму, який розробив Мінськи; ми застерігали, що найновіша фаза, яку Мінськи називав «капіталізмом управлінців грошима», залишається дуже нестабільною та схильною до глибоких криз.

Від другої половини 90-х років й аж до 2007 року нас, як занадто песимістичних скептиків, частенько не сприймали всерйоз. Відмовляючись «стрибати з вікна» за компанію з Ґрінспеном та Бернанке, які возвеличували «Нову економіку»360, а згодом й епоху «Великого угамування»361, ММТ змогла уникнути короткозорості, що була притаманна більшості економістів. У середині 2000-х років Білл Блек362 приєднався до нас в Університеті Міссурі в Канзас-Сіті; він застерігав про всі ті махінації банкірів, що роздмухували фінансову бульбашку на ринку нерухомості. Майкл Гадсон вказує на непомірне зростання сектору фінансів, страхування та нерухомості (англ. «FIRE» від «finance, insurance and real estate»). До наших щорічних конференцій, присвячених Гайманові Мінськи, в Інституті Леві, ми постійно публікували невтішні прогнози. На тих самих конференціях економісти ФРС представляли аналітичні матеріали, які відкидали песимізм і доводили, що на ринку нерухомості немає жодної цінової бульбашки, а, відповідно, й жодної небезпеки. І це навесні 2007 року! На конференції у 2007 році Ґодлі наголошував, що впродовж наступного року зростання сповільниться майже до нуля, а я попереджав про лавину перших невиплат високоризикових іпотечних кредитів, яка незабаром могла спричинити величезні втрати фінансових установ. Зараз уже відомо — ми мали рацію. Криза розпочалася через лічені місяці.

Але тоді, аж до 2007 року, провідні економісти думали, що все працює пречудово. Центральні банкіри по всьому світу пишалися тим, що втримують інфляцію на низькому рівні. Голову ФРС Алана Ґрінспена почали називати не інакше як «Маестро», і згодом проголосили не лише найвидатнішим головою центрального банку всіх часів, а й найвпливовішою людиною на планеті. Коли він вийшов на пенсію, функції очільника ФРС перейшли до Бена Бернанке, який лобіював ідею «Великого угамування». Утримуючи інфляцію на низькому рівні, керівники світових центральних банків забезпечували економічну стабільність («угамування» економік). В економіці всі знали, що дії керівників центральних банків спрямовані на підтримку стабільності, а тому чекали стабільності, та, відповідно, думали, що так воно й буде.

Усе, що було потрібно, — це керувати очікуваннями. На фінансових ринках було відомо, що керівники центральних банків утримуватимуть інфляцію на низькому рівні і в разі будь-яких економічних ускладнень швидко діятимуть для відновлення стабільності. Це додавало впевненості. Таке явище стало відоме як «пут Ґрінспена»363, а згодом його перейменували на «пут Бернанке». Цей термін характеризував упевненість фінансових ринків у тому, що голова ФРС не дозволить статися чомусь поганому. За таких умов ціни на нерухомість неухильно били рекорди, ціни на сировинні товари стали бульбашкою, ринки акцій зросли, а фінансові установи з Волл-стрит констатували неймовірні прибутки (Wray 2008a; 2009).

Усе це з тріском почало валитися навесні 2007 року, коли світова економіка ввійшла в найгіршу з 30-х років XX століття кризу (врятувалися лише деякі держави — зокрема Китай, який не дозволив тотальної дерегуляції фінансових ринків). Щоб переконати фінансові ринки в тому, що вони контролюють ситуацію, найбільші центральні банки світу вдалися до агресивних кроків. Але згодом стало очевидно, що пониження процентних ставок — по суті, до нуля — не дає жодного ефекту. Криза

посилилася: зросло безробіття, впав роздрібний продаж, стався найбільший крах ринків нерухомості з часів Великої депресії, — і приватні фінансові інституції одна за одною йшли на дно. ФРС позичала резервні гроші, викуповувала проблемні активи, а також гарантувала зобов'язання приватних установ. Казначейство США брало приклад із ФРС і зі свого боку фінансово підтримувало економіку — і навіть націоналізувало автопромисловість США. Загальні витрати уряду Сполучених Штатів, позики та гарантії (і від ФРС, і від казначейства) зросли до понад 29 трлн доларів США (що вдвічі перевищувало ВВП країни) — і здебільшого все намарно. Ось вам і «Маестро», і «Велике угамування», і «Laissez faire»364.

10.2. Безпомильність ММТ: криза євро

Європейська інтеграція була грандіозним планом, яким, очевидно, керували високі мотиви. Проте, як від початку доводила ММТ, система ЄМС була безнадійно хибна7. Монетарна інтеграція «поставила віз поперед коня», прийнявши євро до того, як зона ЄМС досягла фіскальної інтеграції з податковим управлінням при достатній повноправності для захисту держав-членів.

Уся система, схоже, була помилковою як за задумом, так і за прагненнями, адже базувалась на очевидному переконанні, що постійна жорстка економія — це шлях до економічного зростання. Оскільки жоден із членів ЄМС не був незалежним у валютних питаннях, їм довелося самостійно прийняти жорстку економію. Для Європейського парламенту не було створено відповідного казначейства, тому його витрати вимагали внесків країн-членів. Ті з нас, хто прийняв ММТ, від самого початку доводили, що спроба відокремити фіскальну політику від національної валюти — це фатальна помилка. Коли окремі держави, такі як Греція чи Італія, приєдналися до ЄМС, вони прийняли «іноземну» валюту — євро, — однак залишилися відповідальними за свою фіскальну політику.

В останні десять років чимало критиків сконцентрувалися на політиці ЄЦБ, стверджуючи, що монетарна політика занадто жорстка. Натомість інші стверджували, що надто суворими були Маастрихтські критерії. Хоча частково такі зауваження слушні, в них завжди поза увагою лишається основна проблема: Італія стала схожа на Луїзіану, тільки без дядька Сема. Справа не в тому, що держави поступилися «монетарною» політикою (встановленням процентних ставок) або що вони погодилися на жорсткі обмеження дефіциту державного бюджету та рівня державного боргу. Насправді Маастрихтські критерії виявилися надто слабкими для країн-членів, а монетарна політика ЄЦБ фактично не була жорсткішою за політику ФРС (у середньому за перше десятиріччя існування ЄМС). До того ж монетарна політика не відіграє великої ролі (див. чудову статтю Стефані Келтон: http://neweconomicperspectives.org/2012/06/can-monetary-policy-do-more.html).

За чинним устроєм Єврозони кожна з країн — учасниць ЄМС індивідуально обов'язково стикається з двома проблемами:

1. Під час значного економічного спаду їхні бюджети автоматично переходять у глибокий дефіцит. Проблема не в Маастрихтських критеріях (зрештою, всі держави з євро раніше вперто їх порушували), а радше в тому, що фінансові ринки підвищують премії за ризик на суверенні боргові зобов'язання членів ЄМС. Це спричиняє такий вибух процентних ставок, що бюджетний дефіцит зростає й далі, створюючи тим самим замкнуте коло. У них немає дядька Сема, який може прийти їм на допомогу, а тому їм доводиться покладатися на великодушність ЄЦБ у стримуванні росту їхніх процентних ставок. Хай їм щастить! З огляду на те, що ЄЦБ працював під каблуком Бундесбанку, це був нерозумний варіант.

2. Друга проблема полягає в тому, що кожна держава стала відповідальною за свою власну банківську систему. Але надії на те, що вони можуть урятувати національну банківську систему, не пустивши при цьому свій уряд на дно365, не було жодної. Знову ж таки, за задумом це було частиною системи євро: в Брюсселі не було дядька Сема, що прийшов би й урятував національні уряди, обтяжені боргом, який створили комерційні банки і який досить легко міг би бути значно більшим, ніж загальні витрати державного бюджету або навіть національний ВВП.

Одним із завдань європейської інтеграції була лібералізація потоків робочої сили та капіталу, а також усунення бар'єрів таким чином, щоб фактори виробництва могли перетинати кордони. Чи це була вдала ідея, а також спрацювала вона чи ні — то вже другорядні питання. Для нас важливо те, що це дозволило комерційним банкам купувати активи та випускати зобов'язання на всій території Євросоюзу. І, хай йому грець, вони справді це зробили. Приємним бонусом стали дерегуляція та припинення контролю за банківською діяльністю, що було передбачено Базельською угодою. Це дозволило банкам перейняти такі самі божевільні схеми, яких дотримувалися банки на Волл-стрит.

Власне, це і спричинило проблеми ірландських банків, які перед тим активізували кредитування по всій Європі. У результаті сукупні зобов'язання комерційних банків в Ірландії зросли до розміру, кратного національному ВВП. А тоді, коли справи в банків пішли шкереберть, урядові Ірландії довелося надавати їм фінансову допомогу, підвищуючи фіскальний дефіцит та рівень державного боргу до незвіданих висот. Знову ж таки, це було особливістю задуму ЄМС та ЄС у ширшому значенні: звільнити банки, щоб вони могли розоритися, а тоді спустошити державні бюджети, коли ті намагатимуться врятувати банки. (Певна річ, так робили не лише банки Єврозони; згадайте Ісландію та Велику Британію).

Насправді ірландський пакет фінансової допомоги було розроблено366, щоб врятувати найбільші держави ЄС, а не периферію. Ірландія принесла себе в жертву, і це було, можливо, найкращим прикладом благодійності за всю історію людства, оскільки той пакет фінансової допомоги захистив німецькі, французькі та британські банки від втрат за їхніми позиками ірландським банкам. На відміну від картопляного голоду367, цю катастрофу спричинила тільки політика уряду Ірландії, який узяв на себе банківський борг, щоб урятувати насамперед невдячних німців, французів та британців.

Важливим елементом розвитку кризи в Єврозоні також було і є те, що банківські вкладники мали змогу без втрат переміщувати депозити в євро з одного банку до іншого в будь-якій країні ЄМС. Таку можливість забезпечує так званий механізм ТАРГЕТ2. Будь-який вкладник, скажімо, іспанського банку може перевести свої депозити в німецький банк. Для цього потрібно, щоб центральний банк Іспанії позичив резерви, які згодом надходять на рахунок центрального банку Німеччини. Якщо існує тенденція відпливу депозитів з периферійних держав, їхні центральні банки ще глибше влазять у борги перед ЄЦБ, щоб отримати резерви, які згодом накопичуються на рахунку Бундесбанку.

Коли економічна криза поширилась серед периферійних країн — членів ЄМС, «Трійка» почала вимагати від урядів цих країн ужити заходів жорсткої економії. Це була умова для фінансової підтримки. Та єдиний шлях розвитку, який залишається окремій країні, що зіткнулася з жорсткою економією, — це проведення меркантилістської політики «розори сусіда»368. Така економічна політика перетягує попит з інших держав до власного виробництва. Німеччина була в цьому особливо успішною369. Тож хоча загальна ідея об'єднання в Європі полягала в запобіганні недобросусідському ставленню, яке призвело до двох світових війн, утворення ЄМС гарантовано сприяло саме недобросусідській поведінці. ЄМС винагороджував будь-яку країну-члена, що була готова дотримуватися такої політики у своїх діях, спрямованих на здобуття одноосібної вигоди, — і Німеччина отримала найбільший зиск.

Якщо ж згадати ще й про запровадження дерегуляції сучасних фінансових установ, які славляться тим, що нехтують правилами і дисципліною, а також вільний рух «капіталу», то фінансова криза — неминуча. Останнім кроком у прірву фінансової кризи було рішення цілковито перекласти на кожну країну ЄМС індивідуальну відповідальність за її власні «роздуті» фінансові установи.

Оскільки країни-члени ЄМС не мали фіскальної незалежності, перша серйозна фінансова криза розорила бюджет однієї з них. Ірландії, спитаєте ви? Авжеж. Інші падали за принципом доміно. Тож нічого тепер тицяти пальцем на режим жорсткої економії, до якого «Трійка» змусила периферійні країни Єврозони через їхні економічні проблеми. Постійна жорстка економія завжди належала до її пріоритетів. Це не новина. Так повинні діяти уряди країн ЄМС, коли немає суверенного центрального уряду.

З подібними проблемами ніколи не стикалося марнотратне Середземномор'я з його надто ліберальною фіскальною політикою. Жодна з країн ЄМС ніколи взагалі не мала хронічного дефіциту; жодній із них не доводилося влізати в значні суверенні борги. За задумом, члени Єврозони — не суверенні з погляду валюти країни: багато років тому вони відмовилися від своїх суверенних валют на користь іноземної. І, як кожна держава, яка відмовляється від суверенної валюти, всі вони втратили здатність підтримувати постійні дефіцити державного бюджету, що обов'язково для держав, які програють у гонці «розори сусіда» за профіцит зовнішньої торгівлі.

Дещо дивно, що все це тривало стільки часу370. Частково цей феномен пояснює те, що в той самий час, коли внутрішній приватний

сектор був у дефіциті, комерційні фінансові установи, які вийшли з-під контролю, спромоглися досить довго підтримувати деякі економіки Єврозони фінансовими бульбашками. Точнісінько так само комерційні фінансові установи працювали й у США. Далі фінансові ринки охопила ілюзія впевненості — переконання, що якщо все піде не так, ЄЦБ порушить свій мандат і надасть фінансову допомогу. Зрештою, цілком імовірно, що кредитори не могли збагнути різниці між емітентом суверенної валюти та урядом, який іноземну валюту просто використовує.

Фінальний акт розіграється пізніше. Спершу в країнах PIIGS, згодом — у Франції, Австрії, Фінляндії та Нідерландах. Але дістанеться й Німеччині. Так, матері всієї фінансової моралі. Рівень боргу Німеччини значно вищий як для країни, що відмовилася від своєї валюти. (Пригадуєте Аргентину? Влада цієї країни запровадила валютний коридор; по суті, це те саме, що й запровадити євро. Аргентина, на відміну від Німеччини, завжди відповідала Маастрихтським критеріям, і все-таки зазнала фінансової кризи). Економічний успіх Німеччини залежить від зовнішнього попиту, зокрема від решти країн Єврозони. Зовнішній попит має схильність швидко обвалюватися. У такому разі економіка Німеччини сповільниться, профіцит зовнішньої торгівлі впаде, а дефіцит державного бюджету зросте. Урешті-решт, фінансові ринки покарають навіть Німеччину.

Європейський монетарний союз можна врятувати. Проте його порятунок вимагатиме, щоб Європейський центральний банк зробив дещо, що суперечить його устрою. ЄМС з усіма своїми обмеженнями був влаштований саме таким чином, щоб ЄЦБ ніколи не зміг забезпечити фінансового порятунку. Відокремлення всеєвропейської монетарної політики (встановлення процентної ставки) від бюджетних фінансів мало би бути безкомпромісним. ЄЦБ зробив більше, ніж я вважав можливим. Проте неможливо керувати монетарним союзом без фіскальної влади, покладаючись лише на те, що впертий керівник центрального банку піде проти заданої програми. Відповідно, все ще зовсім не зрозуміло, чи буде ЄМС врятовано.

10.3. Створення vs погашення: як насправді позичає та витрачає емітент грошей

ММТ наголошувала на тому, що існує тісний зв’язок між суверенною здатністю випускати валюту та спроможністю встановлювати податкові зобов’язання. Якщо стисло, то ми кажемо, що «податки керують грошима». Ми довели (наче це потребувало доведення!), що суверенним урядам не потрібні податкові надходження для того, щоб витрачати. Як стверджував Бердслі Рамл, щойно ми відмовилися від золота, податки федерального уряду «застаріли» для того, щоб забезпечувати надходження до його бюджету.

У цьому розділі ми розглянемо три схожі питання (кожне з яких має ту саму відповідь):

1. Чи потрібно урядові отримувати податкові надходження до того, як він зможе витрачати?

2. Чи потрібно центральному банку отримувати резервні депозити до того, як він зможе надати їх у кредит?

3. Чи потрібно приватним банкам отримувати депозити до того, як вони зможуть кредитувати?

Ми переконаємося, що ці питання можна звести до одного: що відбувається спочатку — створення чи погашення?

У чому суть інституту, який ми називаємо «гроші»? Що мають між собою спільного речі, які багато людей називають грошима? Більшість економістів визначають гроші як щось, що ми використовуємо в обміні. Відповідно до такого підходу, «гроші — це те, що вони роблять». (Це наче спрощено описувати людину як істоту, що дивиться телебачення та час від часу зазирає до холодильника).

На початку свого «Трактату»371 Кейнс стверджував, що гроші — це одиниця обліку, тобто одиниця, в якій ми виражаємо борги, кредити та ціни. Він також пояснював дещо про природу грошей: дотримуючись концепції німецького економіста Ґеорґа Фрідріха Кнаппа, він доводив, що за останні щонайменше 4000 років саме державна влада визначала гроші як одиницю обліку. Одиниці вимірювання — це обов'язково соціальні конструкції. Я можу сам вибрати свої унікальні одиниці вимірювання для часу, простору та вартості, але їх повинні приймати багато інших людей.

Отже, одна зі спільних рис грошей — це те, що вони вимірюються в грошах як одиницях обліку. Усі ці речі, які економісти визнають грошима, виражені в грошах як одиницях обліку, та сутність грошей має полягати в чомусь більшому за це.

Як ми вже казали, чимало економістів визначають гроші як те, що використовується для посередництва під час ринкового обміну. Та, схоже, такий підхід применшує гроші до речі, яку ми погоджуємося використовувати для посередництва під час обміну в інституції, що називається ринком. Водночас гроші не розглядаються як власне інституція. Яка інституційна природа цих речей з ознаками грошей? Їхня найочевидніша та найпоширеніша властивість полягає в тому, що вони — доказ боргу. Монети і банкноти центрального банку або казначейства — це державні борги; банкноти або депозити — банківські борги; і можна розширити наше визначення речей з ознаками грошей, або грошових знаків, додавши акції взаємних фондів грошового ринку тощо, що теж є боргами їхніх емітентів.

Якщо ми повернемося в минуле, то побачимо дерев'яні мірні рейки, які випускали європейські монархи та інші правителі як доказ боргу (надрізи фіксували суми, що були виражені в грошах). Звичайно, немає значення, який матеріал використовується для фіксування боргу. Мірні рейки — це лише знаки, записи відносин між кредитором та дебітором. Монарх обіцяє погасити свої мірні IOU, дотримуючись інструкцій, що визначають процедуру погашення. Платник податків не може принести будь-яку надрізану дерев'яну рейку: надрізи на основі й корінці мають точно

збігатися, щоб відбулася процедура погашення, яку виконує безпосередньо скарбник монарха або його представник.

У результаті ми отримуємо соціально створені та загальноприйняті гроші як одиницю обліку та борги, виражені в цій одиниці. У межах сучасної економіки будь-якої держави борги виражені в суспільно прийнятих грошах. Зазвичай борги номіновані в національній грошовій одиниці — основній одиниці грошового обліку для цієї держави. У США це долар. Деякі види боргів, виражені в грошах, «циркулюють», використовуються під час обміну та в інших платежах (наприклад, коли хтось виплачує борги). Найкращі приклади — це валюта (борг уряду та центрального банку у вигляді готівки або резервних грошей) та депозитні рахунки (борг комерційних банків). Чому ми приймаємо їх до оплати?

Раніше побутувала думка, що ми приймаємо валюту, бо вона або виготовлена з дорогоцінного металу, або її можна на нього обміняти — тобто тому що вона «матеріальна»372. Правду кажучи, монети з дорогоцінного металу (принаймні на внутрішньому ринку) майже завжди перебували в обігу з номінальною вартістю, яка значно перевищувала вартість металу, який вони містили. А можливість викупу валюти, тобто обміну її на золото за фіксованим курсом була винятком, а не універсальним правилом, яке діяло для всіх. Тому майже всі економісти визнають, що нині валюта «директивна» (хоча більшість із них не розуміє, що так було і в минулому).

Крім цього, ще в Стародавньому Римі закон зазвичай схвалював «номіналістичний» підхід: офіційна вартість монет визначалася номінальною вартістю. Наприклад, якщо хтось поклав монети в банк, то, коли забиратиме свій вклад, може лише сподіватися отримати валюту такої самої номінальної вартості. Іншими словами, навіть якби валюта складалася зі штампованих золотих монет, вони все одно були б директивними, тобто їхня офіційна вартість встановлювалася б номінально.

Згідно з ММТ, валюту прийматимуть, якщо існують зобов’язання з позовною давністю щодо здійснення платежів у цій валюті на користь її емітента. Відповідно ММТ трактує вислів «податки керують грошима» так: держава може встановлювати податкові зобов’язання для суб’єктів економіки та випускати засоби для платежів за цими зобов’язаннями у формі власних IOU.

Для цього є інституції чи система інституцій, які ми можемо визначити як «суверенітет». Як казав Кейнс, суверенний уряд має повноваження проголошувати, що буде одиницею грошового обліку — долар, ліра, фунт, єна тощо. Суверенний уряд також має повноваження стягувати штрафи, збори та податки й називати, що саме він прийматиме для оплати. Коли штрафи, збори та податки сплачено, валюта погашається — її приймає суверенний уряд.

Суверенні уряди інколи погоджуються погасити свою валюту і в обмін на дорогоцінний метал або за іноземну валюту, та це не обов’язково. Угоди про погашення валюти в оплату податків, штрафів, десятини та інших зборів достатньо, щоб «керувати» валютою, тобто створювати на неї попит. Зауважте, не потрібен навіть аргумент про безкінечну регресію. Звісно, я можу погодитися приймати й використовувати

державні IOU, щоб лише когось обдурити. Але я точно прийму й використовуватиму їх, якщо маю податкове зобов'язання і знаю, що мушу погасити його державною валютою. Це і має на увазі ММТ, стверджуючи, що «податки обов'язкові для створення попиту на валюту». Кожен із нас не конче мусить мати такі зобов'язання: допоки податкова база широка, валюту прийматиме будь-хто.

Існують й інші причини приймати валюту — можливо, я зможу обміняти її на золото чи іноземну валюту або зберігатиму в ній заощадження. Але ці причини лише доповнюють основну — податки. Чи, швидше, вони зумовлені зобов'язаннями (такими як податки, штрафи, десятина та інші збори на користь суверенного уряду), які потрібно виконати за допомогою валюти.

Альфред Мітчелл-Іннес сформулював основоположний закон кредиту: емітент IOU повинен прийняти їх назад в оплату [Wray 1998]. Ми називаємо це принципом можливості погашення: власник IOU може надати їх емітентові в оплату. Зауважте: не потрібно, щоб власником IOU була особа, яка первісно отримала це IOU. Це може бути третя сторона. Якщо ця третя сторона винна емітентові, IOU можуть бути повернені для скасування боргу третьої сторони; тоді розрахунок скасує обидва борги (борг емітента та борг третьої сторони).

Якщо хтось небезпідставно думає, що муситиме робити платежі на користь певної установи, він хотітиме отримати IOU (боргові зобов'язання) цієї установи. Це частково пояснює, чому IOU емітентів, що не є суверенними урядами, можуть бути загальновизнаними.

Подібний аргумент наводив Гайман Мінськи: те, що банківські депозитні рахунки широко приймаються, частково зумовлено тим, що багато з нас мають зобов'язання перед банками до оплати в банківських депозитах. У сучасних банківських системах із центральним банком, який здійснює кліринг платежів між банками за номіналом, щоб скасувати борг перед будь-яким банком, можна надати IOU у формі депозиту будь-якого іншого банку.

Можливість приймати та використовувати IOU емітентів — несуверенних урядів збільшиться, якщо пообіцяти конвертувати їх на вимогу в IOU, які приймає більша кількість економічних суб'єктів. У суспільстві найбільш прийнятними IOU можуть бути ті, які випускає його суверенний уряд (чи принаймні якийсь суверенний уряд — можливо, іноземний суверенний уряд економічно важливішої держави). Тоді для забезпечення такої конверсії емітент має або зберігати IOU цього суверенного уряду, або мати швидкий доступ до них .

У будь-якому разі те, що судова система визначає своїми рішеннями як остаточний платіж, можна використати як остаточний платіж. Від давньоримських часів суди завжди розглядали грошові угоди з номінальної позиції, вимагаючи оплати в «законних грошах», що завжди мали форму конкретних зобов'язань, номінованих у визначеній одиниці грошового обліку. Іншими словами, угоди не виконуються за участі речей, якщо вони набувають грошового вираження.

На початку цього розділу ми порушували три схожі питання:

1. Чи потрібно урядові отримувати податкові надходження до того, як він зможе витрачати?

2. Чи потрібно центральному банку отримувати резервні депозити до того, як він зможе надати їх у кредит?

3. Чи потрібно комерційним банкам отримувати депозити до того, як вони зможуть кредитувати?

Хіба не очевидно, що відповідь на кожне з цих питань — «ні»? Логіка має будуватися від створення до погашення. Не можна спокутувати гріх (погасити борг), якщо цей гріх не скоєно (а борг не створено).

Король випускає свої мірні рейки або карбує гроші для оплати товарів чи послуг. Він стає боржником. Він «викуповує» себе, коли приймає назад власні боргові розписки.

Центральний банк випускає резервний депозит як свій борг — зазвичай коли робить позику приватним банкам або коли купує борги казначейства на відкритому ринку. (Ці резервні депозити завжди можуть обмінятися на вимогу на банкноти центрального банку — що тримає центральний банк у боржниках.) Центральний банк спокутує себе, коли приймає в оплату свої банкноти й резервні депозити.

Приватний банк випускає свій депозитний вклад як свій борг — зазвичай коли дає позику приватній фірмі або домогосподарству. Банк «викуповує» себе, коли приймає в оплату чек, виписаний на його депозитний вклад.

Зауважте, що в кожному з цих випадків ми розглянули два боки одного балансу («емітента грошей»), проте є ще й боржник. До того, як суверен може випустити рейки або монети, йому потрібно зробити платників податків боржниками, накладаючи на них податкове зобов'язання, яке сплачується в його мірних рейках чи монетах. Це створює попит на його рейки чи монети.

Коли центральний банк позичає резерви комерційному банку, то робить його боржником, поповнюючи його рахунок у центральному банку резервами373. Та водночас комерційний банк випускає зобов'язання для центрального банку. Коли комерційний банк позичає депозитні вклади, то поповнює депозитний рахунок позичальника374, водночас позичальник створює власне зобов'язання на користь комерційного банку.

Отже, кожне погашення одночасно ліквідує борг обох сторін. Можна починати з чистого аркуша. Алілуя!

Справа в тому, що все це — дебети й кредити: натискання на клавіші, що фіксують боргові відносини, і два контрагенти (два суб'єкти економіки), з'єднані жахливою гріховністю. Ці відносини тривають до дня погашення, коли IOU повертаються назад до своїх емітентів.

Ті, хто думають, що, переш ніж витрачати, суверенному урядові слід отримати податкові надходження...

Ті, хто вважають, що центральний банк має спершу дістати резерви, а вже потім їх позичати...

І ті, хто переконані, що комерційний банк має спочатку одержати депозити, і лише після цього давати їх у позику...

...Усі вони сплутали погашення зі створенням.

Отримання податків, резервних депозитів375, а також депозитних вкладів376 — все це операції погашення. Створення має передувати погашенню: борги спочатку потрібно створити, а вже потім погашати.

10.4. Визнання важливості програми «Гарантована зайнятість» зростає

Від часу публікації першого видання посібника з ММТ пропозиція програми «Гарантована зайнятість» здобула прихильників, а аргументи за збільшення ролі уряду в забезпеченні повної занятості стали сильнішими8. У цьому параграфі ми з'ясуємо чому. По-перше, нам потрібно повернутися до тези про економічну стагнацію. По-друге, нині очевидно, що ринок праці у США не відновлюється, і багато хто стверджує, що це стало «новою нормою». По-третє, ФРС (нарешті) збагнула те, про що багато хто з нас давно знав: політика низької процентної ставки не стимулює інвестицій. І по-четверте, наші «ідейні лідери» нарешті починають розуміти, що американці хочуть, щоб уряд якось дав раду вимушеному безробіттю. Усі ці загрози посилюють необхідність у гарантованій зайнятості.

Теза про економічну стагнацію

Розпочнімо з популярного в провідних колах економістів твердження, що наша економіка перебуває в стагнації. За словами Ларрі Саммерса, все, що нам лишилося, — це фінансові бульбашки9. Останні три-чотири десятиліття ми посилено віддавали економіку до рук Волл-стрит, що живе за рахунок спекуляцій з активами. Дехто називає це «економікою казино», багато хто — «фінансиалізацією»377, а Гайман Мінськи називав «капіталізмом управлінців грошима». Ми не зупинятимемося тут на деталях, та все сфокусовано на тенденції фінансових і монополістських кіл до «саботування виробництва» й потоплення економіки, оскільки вони висмоктали з неї життя, прикриваючись економічною рентою, і тепер воно

перетікає у фінансовий сектор. На підтримку виробничої діяльності залишається мізерна частка національного доходу, генеруючи стагнацію.

Найприйнятніший аналіз тенденцій застою сучасного капіталізму належить не Саммерсу; ідеться навіть не про післявоєнні застереження Елвіна Гансена378. Це була робота всього життя двох економістів зі штату Орегон — Гарольда Ваттера та Джона Вокера10. Якщо коротко, проблема полягає в тому, що капітал надто продуктивний — заради свого ж добра. Інвестиції мають схильність підвищувати продуктивність виробництва таким чином, що це перевершує їхній ефект мультиплікатора на сукупний попит. З плином часу проблем більшає, і вони поглиблюються через тяжіння до заміни працівників (що отримують зарплатню, яку витрачають у споживчій сфері) на машини (які не потребують оплати). Згодом цей прогрес неминуче призведе до того, що машини робитимуть машини. Наприкінці XIX століття в нас уже була одна проблема. Її трохи ослабило збільшення урядових витрат протягом Другої світової війни та раннього післявоєнного періоду. Приблизно до 1960-х років федеральний уряд США збільшував видатки швидше, ніж зростав ВВП (іншими словами, витрати федерального уряду у відсотках від ВВП стабільно зростали). У наступні десять років зростати швидше за ВВП почали уряди штатів та місцеві уряди. Це не просто збіг; коли в середині 70-х років у США «захиталися» уряди штатів та місцеві уряди, розпочався Великий застій. Він був лише тимчасово ослаблений під час президентства Рейгана нарощуванням військової міці в гонитві озброєнь, спрямованій проти СРСР. Коли ж зростання витрат федерального уряду США сповільнилося, це відкрило прогалини в сукупному попиті.

З традиційного погляду, подолати мляве економічне зростання можна шляхом стимулювання інвестиційних витрат. Якщо ви кейнсіанець, то пояснюєте це тим, що інвестиції підвищують сукупний попит завдяки мультиплікатору, що, відповідно, піднімає зайнятість та пришвидшує загальне економічне зростання. Якщо ви неокласичний економіст, то пояснюєте потребу в більших інвестиціях тим, що це означає збільшення виробничої потужності економіки, що, зі свого боку, підвищує сукупну пропозицію та безпосередньо стимулює економічне зростання. (У неокласичній теорії зайнятість самодостатня, незважаючи ні на що; доки існують гнучкі зарплати, завжди буде повна зайнятість робочої сили). Як ви стимулюєте інвестиції? Обидві сторони погодяться, що скорочення податків для бізнесу зробить свою справу, але якщо ваш уряд у скруті, ви не станете використовувати фіскальну політику. Щоб уникнути всієї незручності дефіциту державного бюджету, можна просто використати монетарну політику — знизити процентні ставки, щоб стимулювати інвестиції. Проте ФРС уже понад півдесятка років підтримує ставки близькими до нуля; Японія робила це два десятиліття. І все одно досі майже немає інвестицій, а економіка зростає повільно, створено небагато робочих місць і відбувається відносна стагнація. Це не працює.

Інвестиції та процентні ставки

У будь-якому разі нижчі процентні ставки не обов'язково притягують інвестиції. Але чому? Ось відповідь Кейнса: комерційні підприємства та компанії виробляють те, що, на їхню думку, вони можуть продати, а якщо вони не вважають, що продаж збільшиться на багато наступних періодів, то й не підвищуватимуть виробничої потужності інвестиціями. Скорочення податків не змусить їх інвестувати інтенсивніше, хіба що під впливом якогось чарівного пилку вони повірять у те, що скорочення податків підніме продажі у віддаленому майбутньому. Низькі процентні ставки сьогодні не змусять їх збільшувати інвестиції, якщо вони не думають, що в туманній далечині їхній продаж у якийсь чарівний спосіб зросте. Знадобиться чимало чарівного пилу, щоб заохотити компанії та корпорації інвестувати лише тому, що процентні та податкові ставки (на них) упали.

Послідовники Кейнса (не плутати з тими, хто називає себе «кейнсіанцями») завжди відкидали ідею про те, що політика процентних ставок дуже важлива для інвестицій. Вони так і не прийняли думки Бернанке про те, що обіцянки на роки запровадити політику нульової процентної ставки, а також наповнення банків ущерть надлишковими резервами змусить їх надавати кредити, а корпорації та компанії — брати ці кредити для інвестицій. Ми казали, що це не спрацює. І всім уже відомо, що не спрацювало. Просто інвестиції не надто чутливі до процентних ставок — байдуже, чи ви їх опускаєте, чи піднімаєте. Крім того, як доводили Ваттер і Вокер, збільшення інвестування не може розв'язати проблему недостатнього попиту: воно підвищить сукупну пропозицію (потужність) сильніше, ніж може підвищити сукупний попит (через мультиплікатор).

Новий «нормальний стан речей» на ринку праці

Отже, маємо стагнацію, що іноді переривається фінансовими бульбашками, які тимчасово піднімають економічне зростання лише для того, щоб вибухнути новою фінансовою кризою та економічним спадом. Для працівників побічним ефектом цього процесу виявляється безробіття. Навіть економічні «відновлення», підсилені цими бульбашками, створюють обмаль робочих місць. Хоча рівень безробіття поступово падав протягом періоду відновлення після Великої фінансової кризи 2007–2008 років, значною мірою той процес було зумовлено падінням рівня економічної активності. І цей фактор наростає. Як повідомляє Ден Алперт379, приватний сектор здебільшого створює робочі місця в сегменті дешевої робочої сили: «Ці сектори — роздрібна торгівля, адміністративні послуги та послуги зі збирання, переробки й вивезення відходів, а також готельний бізнес — разом становлять близько однієї третини всіх робочих місць приватного сектору в США, але вони були джерелом 57 % нових робочих місць, створених у першій половині [2013] року» (http://westwoodcapital.com/wp-content/uploads/2014/01/2013-US-Jobs-Report-Card-Alpert-011314.pdf).

Ось воно, «зростання без створення робочих місць» — стандартна риса економіки впродовж чотирьох минулих десятиріч. За офіційними даними, економічні рецесії закінчуються задовго до того, як

робочі місця повністю відновлюються (див. графік Стефані Келтон: http://neweconomicperspectives.org/2014/01/five-ways-improve-odds-succeeding-labor-market.html). І власне тоді, коли ринок робочої сили починає стабілізуватися, економіка має схильність наражатися на вибух чергової фінансової бульбашки, і все починається заново. Буває такий «інерційний ефект», коли з кожним економічним спадом дедалі більше людей втрачають робочі місця і відносно менше людей знаходять роботу під час економічного підйому. За помітним винятком економічного буму, коли президентом був Білл Клінтон, пік економічного циклу дедалі менше впливає на створення робочих місць і підвищення економічної активності.

Тепер, після Глобальної фінансової кризи, провідні економісти стверджують, що це новий стандарт або новий нормальний стан речей — нам слід очікувати постійного зниження рівня економічної активності, бо наша економіка ніколи не продукуватиме достатньо робочих місць для нових учасників ринку праці, не кажучи вже про тих, хто перебував у пошуку місяцями чи роками. Додайте сюди зростання механізації чи роботизації плюс іноземну конкуренцію, а ще скорочення державних робочих місць, і побачите, чому пошуки роботи в Америці майже безнадійні.

Зрештою, зауважте, що офіційні дані про ринок праці у США публікуються на підставі даних про цивільне не-інституційне населення380 — тобто тих, кому понад 16 років, хто не вчиться в школі і не сидить у в'язниці. Мляві ринки праці схильні збільшувати інституційне населення, скорочуючи населення, за кількістю якого вираховуються рівні економічної активності. У Сполучених Штатах, звичайно, відбувається сила-силенна ув'язнень; країна кидає мільйони людей у слідчі ізолятори та в'язниці. Але (що не так уже й погано) на млявих ринках праці, як правило, зростає кількість зарахувань до коледжів. І все-таки це означає, що відсоток населення, яке працює і підтримує тих, хто не працює, в нас нижчий.

Проблема в тому, що економіка повільно зростає, але натомість не відбувається створення значної кількості робочих місць. Навіть якби нам вдалося підняти ВВП на один чи два процентні пункти, це не забезпечило б достатньої кількості робочих місць. А з огляду на причини, описані вище, немає нічого такого, що дало б змогу підтримувати зростання ВВП на рівні 4–6 % на рік, що створило б інвестиційні можливості для впливу на сукупну пропозицію та споживчі витрати, які, зі свого боку, мали б вплинути на сукупний попит. Ми можемо припустити, що збільшення витрат уряду підніме сукупний попит достатньо, щоб стимулювати інвестиції, але цього не станеться. У Вашингтоні забагато тих, хто вірить, що дядько Сем на мілині, тож йому потрібно затягнути свого гаманця.

І це неминуче підводить нас до питання про гарантовану зайнятість.

Гарантована зайнятість

Рецепт відновлення процвітання — це створення робочих місць і підняття найнижчих зарплат задля того, щоб збільшити продаж споживачам. Ми не хочемо покладатися на ще один споживчий бум, стимульований боргами. Ми не можемо покладатися на інвестиції, бо навіть у тому малоймовірному випадку, коли казочки про довіру спрацюють і зможуть переконати корпорації та компанії активніше інвестувати, ефект мультиплікатора на сукупний попит буде нівельований подальшою реальністю, коли ефект збільшення виробничих потужностей на сукупну пропозицію перевершує ефект зростання сукупного попиту. У будь-якому разі періоди економічного зростання, коли двигун активності — це приватний сектор, супроводжуються накопиченням боргу, тривають до певного часу, допоки є запал, і часто завершуються фінансовою кризою.

Щоб розірвати це коло, потрібно, щоб уряд відігравав більшу роль. Кероване урядом зростання фактично посилює фінансову міць приватного сектору, і йому не потрібно покладатися на казочки про довіру, бо це безпосередньо забезпечує більшу кількість робочих місць, вищі доходи та кращий продаж. Дедалі більшого визнання набуває думка, що пряме створення урядом робочих місць має бути частиною економічного плану відновлення.

Експертна дискусія почалася зі статті Джесса Маєрсона381 під назвою «П’ять економічних реформ, за які повинне боротися покоління Y»382; гарантована зайнятість була в його списку перша:

Гарантуйте робоче місце кожному — і безробіття зникне. Найлегше та найдоцільніше рішення для уряду — гарантувати, що кожен, хто хоче зробити продуктивний внесок у розвиток суспільства, має змогу заробити собі на гідне життя в державному секторі. Мільйони людей хочуть працювати, і є купа роботи, яку потрібно зробити, — усе очевидно й просто. І це не радикальна ідея, як може видатися. Вона схожа на ту, яку реалізувало федеральне Управління громадських робіт, здійснюючи політику «Нового курсу» за президента Рузвельта, а Мартін Лютер Кінґ-молодший публічно закликав до запровадження гарантованої зайнятості в державному секторі в 60-х роках XX століття.

Цю публікацію вітав салют із позитивних відгуків. Інтернет-видання «Гаффінґтон Пост» провело дослідження, щоб з’ясувати, яка з п’яти реформ одержала б найбільшу підтримку. Гарантована зайнятість була беззастережно улюбленою (http://www.huffingtonpost.com/2014/01/13/rolling-stone-millennielas_n_4589014.html).

Як і очікувалося, громадяни США білої раси з консервативними поглядами та високими доходами стали в опозицію до програми, натомість більшість тих, хто має нижчий дохід (демократи та афроамериканці), програму підтримали. Ті, кого найменше стосується трагедія вимушеного безробіття, — мінімальні прихильники гарантованої зайнятості. Проте якщо ми глибше проаналізуємо результати опитування, то виявимо, що лише невелика частина населення — трохи більше ніж чверть — рішуче заперечує програму «Гарантована зайнятість»:

Ви підтримали б чи були б проти закону, що гарантує зайнятість для кожного дорослого американця, тобто коли уряд надає робочі місця людям, які не можуть працевлаштуватися в приватному секторі?

Рішуче підтримую 22 %

Частково підтримую 25 %

Частково проти 13 %

Рішуче проти 28 %

Якщо копати ще глибше, то результати стають іще цікавішими (cdn.yougov.com/cumulus_uploads/document/sd19asu7et/tabs_HP_government_20140109.pdf). Понад 50 % респондентів у кожній віковій групі, окрім тих, кому за 65, або рішуче підтримують, або частково підтримують гарантовану зайнятість. Лише 9 % демократів та 11 % афроамериканців рішуче виступає проти програми. Серед людей із середніми доходами (40–80 тис. доларів США на рік) рішучих опонентів — 30 %. За регіоном — Північний Схід та Середній Захід більшістю рішуче підтримали гарантовану зайнятість, на Півдні прихильників майже половина (48 %), і лише Захід не схвалює програми (34 % рішуче відкидає та 17 % частково відкидає).

У цих результатах — дві несподіванки. По-перше, поставлене на голосування питання описує програму, за якою саме уряд надає робочі місця. Якщо взяти до уваги ймовірне вороже ставлення народу до уряду, дивно, що відповіді на питання такі позитивні. По-друге, дивує, що за такої високої підтримки демократів та афроамериканців, немає лідерів, які лобіювали б те, чого точно хочуть їхні виборці.

Може, нарешті вже настав час?

10.5. ММТ та зовнішні обмеження: зафіксувати обмінний курс чи відпустити його у плавання?

ММТ доводить, що суверенний уряд, який випускає власну «неконвертовану» валюту, не стане неплатоспроможним у цій валюті. Він не може зазнати вимушеного дефолту за своїми фінансовими зобов’язаннями, вираженими у власній валюті. Уряд «дозволить собі» купити будь-яку послугу чи річ, які продаються за національну валюту. І навіть зможе купити речі, що продаються в іноземній валюті, пропонуючи свою власну валюту в обмін — хоча не факт, що така можливість матеріалізується.

Якщо натомість уряд пропонує конвертувати свою валюту в щось інше за фіксованою ціною (у золото чи в іноземну валюту), то може опинитися в ситуації, коли буде не в змозі дотриматися цієї обіцянки. У такому разі йому справді загрожують неплатоспроможність та вимушений дефолт.

Загалом монетарний режим національної валюти, який забезпечує плаваючий обмінний курс і не підтримує конвертації (у золото чи в іноземну валюту), надає більше простору для економічної політики уряду. Держава може використовувати фіскальну та монетарну політику, щоб реалізувати внутрішній порядок денний щодо розвитку. Прив'язка валюти звужує простір економічної політики, бо уряд мусить враховувати своє зобов'язання конвертувати валюту. Це може конфліктувати з порядком денним внутрішньої економічної політики. Наприклад, часто (хоч і не постійно) трапляється ситуація, коли держава, щоб підтримувати прив'язку обмінного курсу, змушена проводити таку економічну політику, яка забезпечує позитивний приплив іноземної валюти (чи золота) для накопичення монетарного резерву. Це зазвичай означає збільшення внутрішнього безробіття, яке не дозволяє зростати зарплатам та імпорту.

Наразі це лише логічні міркування. Прив'язування національної валюти розширює обмеження: адже урядові весь час треба діставати те, до чого прив'язана його валюта. І все це задля того, щоб запевнити економічних агентів, що він зможе конвертувати національну валюту за курсом прив'язки. Наскільки серйозне це обмеження? Залежить від обставин. «Керований» обмінний курс юаня в сьогоднішньому Китаї — це слабке обмеження. Наприклад, Китай зобов'язався значно пришвидшити зростання внутрішніх зарплат. Натомість у Непалі прив'язка національної валюти до індійської рупії383 — суттєве обмеження. Якби Непалу довелося провадити таку саму політику з підвищення зарплат, як у Китаї, його торговельний дефіцит з Індією істотно зріс. Якби він не зміг збільшити перекази від співвітчизників, що працюють за кордоном, до власної економіки, офіційні міжнародні резерви (що зазвичай складаються з індійської валюти та доларів США) вичерпалися б досить швидко. Подальша підтримка прив'язки непальської валюти опинилася б під загрозою, і настала б валютна криза.

Чи отримають Китай та Непал вигоду від переходу до плаваючого обмінного курсу? Китай зрештою потрапить у становище, коли плавання власної валюти буде не лише бажаним, а й обов'язковим. Він стане надто заможним, надто розвинутим, щоб уникати плавання. Він припинить чисте нагромадження резервів іноземної валюти й, можливо, дотримуватиметься дефіциту поточного рахунку. Поступово послабить контроль за рухом капіталу. Китай ніколи не прийме повноцінний «вільний ринок», як на Заході, але усвідомить свої переваги від плавання юаня, що зберігає простір для внутрішньої економічної політики. Якщо він цього не зробить, його економіка опиниться в напівколоніальному стані, тобто залежатиме від емітента резервної валюти. Китай на це не піде.

ММТ наголошує, що на практиці імпорт — це вигода для економіки, а експорт — її затрати. Якщо відпустити національну валюту в плавання й ослабити контроль за рухом капіталу, це дозволить державі одержати більше «переваг» (від імпорту) і зазнати менших «затрат» (від експорту). Держава може дозволити собі насолоджуватися всією продукцією, яку може виробити, плюс будь-якою продукцією, яку решта світу хоче їй продати. Вона «платить» за цей нетто-імпорт, збільшуючи профіцит капітального рахунку свого платіжного балансу. У межах капітального рахунку це відбувається шляхом накопичення фінансових вимог решти світу

до економіки країни-імпортера, і ці вимоги виражені в її національній валюті384.

Баланси балансуються. Хоча багато хто каже, що США мають «торговельний дисбаланс», бо поточний рахунок у дефіциті; та це не дисбаланс, бо капітальний рахунок у профіциті. Долар до долара. Тут не може бути дисбалансу. Іноземці прагнуть доларових активів, тому продають свою продукцію в США. Можливо, вони так роблять, бо це їхній державний інтерес, а можливо — ні. Не нам про це судити. Це точно в чиїхось інтересах, інакше вони б так не робили. Можливо, країни нетто-експортери провадять таку економічну політику. А може, так діють їхні багаті еліти. Або це і справді в суспільних інтересах цих країн.

У Браяна Романчука385 на цю тему є аналітична стаття під назвою «Чому багатим державам слід відпустити свої валюти в плавання» (див.: bondeconomics.com/2014/02/why-rich-countries-should-float-their.html). Він експерт ринку облігацій, який визнає, що багаті, розвинуті країни не стикаються із «зовнішнім обмеженням», доки їхня валюта плаває. Основна думка така: якщо іноземці хочуть продати свою продукцію вашій країні, вам не потрібно переживати, як дістати іноземну валюту, щоб профінансувати цей імпорт.

За обсягом трансакцій ринок іноземної валюти в багато разів перевищує потреби на обслуговування зовнішньоторговельних потоків. Така гіперактивність — частково результат фінансового трейдингу на міжнародних ринках іноземної валюти, але вона також відображає дуже великі валові потоки транскордонних ринків капіталу. Ці потоки визначають відносну вартість валют. Остаточним контрагентом для країни зі статусом нетто-імпортера, швидше за все, виступає іноземний інвестор, який хоче ризикнути й узяти на свій баланс валютний ризик країни-імпортера. Отже, суб'єктові господарювання з країни-імпортера не треба брати позику в іноземній валюті (брати на себе валютний ризик), щоб профінансувати імпорт...

Хоча волатильність валютних ринків досить руйнівна, компанії можуть використовувати фінансові інструменти валютного хеджування, щоб обмежити вплив короткострокової волатильності... У кожному разі я стверджую, що на фінансових ринках завжди є «бід»386 на валюту розвинутої країни за певною ціною — і все це завдяки потенційному зовнішньому попиту на фінансові активи, виражені в цій валюті. Для того, щоб на міжнародному фінансовому ринку зовсім зник попит на валюту розвинутої країни, потрібно, щоб ця валюта припинила своє існування... Якщо погодитись з припущенням, що на міжнародному фінансовому ринку завжди є «бід» на валюту, завжди буде й можливість фінансувати дефіцит поточного рахунку387. Єдине питання — ціна, за якою відбувається фінансування.

А тепер якомога стисліше: якщо ви пропонуєте на продаж на фінансовому ринку американські, канадські чи австралійські долари або фунти стерлінгів, японські єни чи євро, то ніколи не опинитеся в ситуації, коли немає покупців. Єдине питання стосується ціни. Романчук визнає, що описує лише ситуацію «багатих» країн. Він припускає, що країнам, які розвиваються, теж краще дотримуватися монетарного режиму

плавання388, проте вони зіштовхнуться зі складними проблемами, з якими, на його думку, він обізнаний недостатньо.

Правду кажучи, не знаю, чи ліпша була б ситуація в Непалі, якби там діяв режим монетарного плавання389. Підозрюю, що для багатьох найбідніших країн світу режим обмінного курсу національної валюти не становить центральної проблеми. Критики вбачають у таких випадках докази того, що ММТ помиляється. Вони підштовхують нас шукати рішення у бідних країнах. Якщо ММТ не може знайти простого рішення складних проблем, з якими стикаються держави, що розвиваються, то певною мірою ММТ хибна. Це дивна заява.

Ми лише стверджуємо, що із суверенною плаваючою валютою уряд країни, що розвивається, може «дозволити собі» найняти всі свої внутрішні ресурси, які готові працювати за національну валюту. Чи здатна така держава імпортувати все, що хоче? Мабуть, ні. Чи прив'язка до валютного курсу дала б їй змогу імпортувати більше? Можливо, але тоді, швидше за все, їй доведеться відмовитися від повної зайнятості своїх громадян удома. І вона наразиться на неплатоспроможність та ризик дефолту (оскільки зобов'язалась надавати те, чого, можливо, не надасть). Чи це альтернатива, що відповідає внутрішнім суспільним інтересам? Сумніваюся, та не можу сказати напевно.

Що ми бачимо в реальному світі? Що прив'язані обмінні курси в країнах, які розвиваються, зазвичай відповідають інтересам еліт, а їм подобаються імпортовані товари розкоші та відпочинок у Флориді. Часто близько половини населення або безробітне, або зайняте на підробітках (миє на світлофорах вітрове скло імпортованих авто класу люкс). Це здається поганою альтернативою.

Велика лякалка, яку зазвичай застосовують проти переходу від монетарного режиму прив'язки до режиму плавання, — так званий макроекономічний ефект інфляційного переносу390. Національна валюта в плаваючому монетарному режимі відкриває можливості для зниження обмінного курсу, що піднімає витрати імпорту й «переносить» їх на внутрішню інфляцію. Цей інфляційний вплив, очевидно, перебільшений, але він сповнює жахом серця урядовців, відповідальних за економічну політику в країнах, що розвиваються.

Слушну думку про все висловлює і Ніл Вілсон391 у своїй публікації «Це експортери, дурню!» (3spoken.co.uk/2014/02/its-exporters-stupid.html?spref=tw):

Головна особливість полягає в тому, що якщо обмінний курс валюти знижується392 й імпорт стає «дорожчим», то «інфляція», яка запускається, стає дистрибутивною відповіддю, що намагається зруйнувати частину цього імпорту, і в результаті валютний попит вирівнюється. Це також руйнує експорт якоїсь іншої країни. Важливо пам'ятати, що коли обмінний курс національної валюти знижується, всі інші валюти у світі піднімаються щодо неї, а держави, які залежать від експорту (їхні економіки зростають завдяки чистому експорту), починають втрачати покупців, і це пригнічує їхні власні економіки. Центральний банк будь-якої з цих інших економік може вийти на міжнародні фінансові ринки та придбати «вільну» іноземну валюту, і це призупинить сповзання обмінного

курсу для кожного. Усі країни, що намагаються експортувати до країни-імпортера, мають центральний банк, чиї можливості у здійсненні таких операцій необмежені.

Країни, що зростають завдяки нетто-експорту, повинні безперервно забезпечувати ліквідністю решту світу, щоб дозволити іноземцям купувати їхні товари. Інакше в решти світу закінчиться національна валюта певної країни, яка потрібна для завершення експортних трансакцій, і експорт може ніколи не відбутися (наприклад, покупці з Великої Британії купують китайські товари за [фунти стерлінгів], але китайські працівники отримують зарплату в юанях. Відносну нестачу юаня через експортний диференціал мають компенсувати китайці — або ж китайські товари стануть абсурдно, безмежно дорогими).

Тож важливий висновок [на мою думку] полягає в тому, що експортувати потрібно саме країнам-експортерам, а центральні банки цих країн, які підтримують таку економічну політику «операціями, що забезпечують ліквідність», обов'язково призупинять будь-яке небажане сповзання393 обмінного курсу національної валюти проти будь-якої валюти країни, яка є важливим експортним напрямком. Вони це зроблять або безпосередньо, або опосередковано через свої банківські системи... Як на мене, найкраща економічна політика, яку потрібно провадити в разі сповзання обмінних курсів валют, — це контроль за дистрибутивною інфляцією шляхом тимчасової заборони на імпорт товарів «розкоші». Це перекладає проблеми на плечі країн-експортерів, які вирішуватимуть їх систематичними інтервенціями для усунення валютного дисбалансу. І фактично примушує їх робити те, що вони зазвичай роблять у міжнародній торгівлі.

Певно, краще використовувати плаваючий обмінний курс, і тоді є сенс боротися з інфляцією, яка можлива через ефект «інфляційного переносу». Один з інструментів боротьби з інфляцією — економічна політика перекладання якомога більшої частини цінового тягаря на багатих людей. Зрештою, це ж вони імпортують автомобілі «BMW» та возять дітей у Флориду.

Принципи ММТ можна застосовати до всіх суверенних країн. Так, ці країни здатні досягати повної зайнятості у власних економіках. Так, це може призвести до торговельного дефіциту. Так, це може спричинити знецінення національної валюти. І навіть дати макроекономічний ефект «інфляційного переносу». Але суверенні країни мають багато інструментів економічної політики, щоб протидіяти цим економічним наслідкам, якщо вони їм не подобаються. Контроль імпорту та контроль за трансграничним рухом капіталу — приклади таких інструментів економічної політики. Інші варіанти економічної політики — підтримка зайнятості, інвестицій394, а також цільового рівня розвитку.

Повна зайнятість внутрішніх ресурсів для країни, яка розвивається, важливіша, ніж для багатої, розвинутої країни. Однак ми бачимо протилежну ситуацію: безробіття значно вище в країнах, які розвиваються, бо їхні уряди вважають, що не можуть собі дозволити нових робочих місць. Відповідно ММТ дає корисну пораду, навіть якщо й не пропонує чарівної палички, яка б ліквідувала всі проблеми на шляху держав, що розвиваються.

10.6. Мем для грошей

З часу першого видання цього посібника ММТ швидко набула популярності і навіть почала самостійне життя в блогосфері.

Де ми ще недотягуємо, то це в поясненнях. Нам слід припинити лякати людей. Проблема не в теорії — вона в ментальних рамках. Заперечення ММТ лежить переважно моральній площині. Це не ляпас критикам. Усе, що ви розумієте, як стверджує Джордж Лакофф, проходить через ментальні рамки. Ви не можете розуміти без метафор і не можете думати без історій.

Усі, хто має здоровий глузд, знають, що в уряду США не можуть закінчитися гроші. І Ґрінспен, і Бернанке, і Єллен395 — усі вони розуміють, що ризик вимушеного дефолту в суверенного емітента валюти дорівнює нулю. Отже, реагуючи на нинішню істерію навколо дефіциту федерального бюджету США, ММТійники вказують на те, що уряд витрачає, «натискаючи на клавіші», і може дозволити собі все, що продається в доларах США.

Зазвичай реакція проходить чотири етапи:

1. Зневір’я: це безумство!

2. Страх: Зімбабве! Веймар!

3. Моральне обурення: це прямий шлях до руйнації нашої економіки!

4. Злість: ти брудний комуняка й фашист!

І це тільки реакція наших друзів-прогресистів. Замість того, щоб вигравати в дебатах про стійкість державного боргу й дефіцитів, ММТ програє суперечку. Як таке може бути? Бо витрачати «натисканням на клавіші» для держави аморально.

Немає значення, чи точно ММТ пояснює монетарні операції, що дозволяють урядові витрачати. Вони починаються з формування бюджету в Конгресі, а згодом залучають складні процедури, які застосовує уряд, центральний банк, а також спеціальні комерційні банки, щоб забезпечити достатній обсяг депозитів уряду на його рахунку в центральному банку, щоб у результаті уряд зарахував кошти на власний банківський рахунок певного суб’єкта господарювання чи домашнього господарства.

ММТ програє в цій суперечці, наводячи конкретні факти. Але факти можна побачити лише крізь рамки сприйняття. Ми мусимо розвивати альтернативні рамки. Ми не можемо прийняти консервативних, традиційних рамок, що автоматично викликають ринкову метафору «справедливого обміну».

З цього погляду несправедливо, що уряд отримує щось із нічого — просто шляхом «натискання на клавіші».

Інстинктам більше підходить метафора «податки платять за речі»: я платив податки396 у державний пенсійний фонд, тож із виходом на пенсію маю право отримати свій залишок коштів зі скриньки в пенсійному фонді. Байдуже, що ця теза цілковито хибна, і байдуже, з якого боку дивитися на це питання. Такий підхід переважає.

Отож самопроголошені прогресисти щосили борються проти права на «канікули» у сплаті податку на зарплату, хоча й повністю розуміють, що податок регресивний, а підтримання міфу «податки платять за речі» означає, що потрібно піднімати податкові ставки. Через це податки ставатимуть у майбутньому дедалі регресивнішими, а це ще більше погіршує розрахунки з вартості грошей. Прогресисти радше налаштовані зруйнувати систему, ніж відмовитися від морального міфу «я заплатив, тож заслуговую на винагороду».

Потрібен новий мем397 для грошей.

Мем не може починатися з ринків, вільного обміну валюти, індивідуального вибору. Потрібна суспільна метафора, альтернатива громадським інтересам до розрахунку максимізації приватної вигоди. Варто сконцентруватися на позитивній ролі уряду та його операцій з грошима задля задоволення суспільних цілей.

Уряд витрачає валюту в суспільних інтересах. Він обіцяє приймати свою валюту в оплату. Податкова система — основа для нашої валюти, і ми сплачуємо податки, щоб підтримувати нашу валюту сильною. Належне бюджетування, а також прозорість та підзвітність представників влади гарантує, що уряд не витрачатиме забагато.

І хоч існує небезпека того, що приватні витрати загрожуватимуть ціновій стабільності, наш уряд має низку інструментів економічної політики, щоб контролювати інфляцію. Якщо потрібно, він може підвищити податки або вжити інших заходів, щоб знизити приватні витрати. Або скоротити власні витрати, щоб усунути надлишковий попит.

Державні витрати забезпечують економіку валютою та державними облігаціями, які ми накопичуємо як багатство. Володіння державною валютою та облігаціями робить нас акціонерами цієї великої держави. Виплати, які ми отримуємо з державного бюджету, зокрема з державного пенсійного фонду та інших фондів соціальної допомоги, відкривають нам доступ до товарів і послуг, що виробляються в національній економіці.

Ми заслуговуємо на цей доступ не тому, що сплачуємо податки, а тому, що всі варимося в цьому разом. Ми дбаємо самі про себе. Держава допомагає нам у цьому через соціальні витрати — на пенсії, на медицину, на продовольчі картки, на підтримку бідних сімей.

Ми піклуємося самі про себе.

У держави не можуть закінчитися гроші; вона завжди може собі фінансово дозволити, щоб ми піклувалися самі про себе. Усе, що можливе технологічно, доступне й фінансово. Усе зводиться до технологій, ресурсів та політичної волі. Ми маємо технології та ресурси. Нам потрібен правильний мем, щоб узгодити політику, щоб закріпити нашу волю.

Монетарна система — це чудовий суспільний винахід. Вона створює можливості для індивідуального вибору й розвитку. І водночас надає урядові доступ до потрібних йому реальних ресурсів, щоб ми могли побудувати справедливе суспільство. Монетарна система стимулює підприємницьку ініціативу. Вона фінансує, організовує та розподіляє велику частину продукції національної економіки. Це один із найперших механізмів, який уряд використовує для досягнення суспільної мети.

Коли ми кажемо, що повинні самі про себе піклуватися, то не маємо на увазі, що робити це потрібно в шовіністичний спосіб. Суверенні валюти національні. Багаті держави мають можливість виходити за свої межі — піклуватися про інших. Бідні держави на це не здатні. Та якщо в них є суверенна валюта, вони можуть використовувати монетарну систему, щоб якнайкраще про себе подбати.

Заможна держава, а особливо така як США, що емітує міжнародну резервну валюту, мусить робити більше, ніж зараз. Наш обов'язок — допомагати іншим. Це робить нас кращими людьми. Це робить нашу державу кращою. Разом ми можемо зробити кращим цей світ.

* * *

359 Дірк Беземер — професор економіки Гронінгенського університету (Нідерланди).

360 «Нова економіка» стала центральною в дискусіях економістів у США наприкінці 1990-х років на тлі сталих темпів економічного зростання та першої хвилі стрімкого розвитку галузі інформаційних технологій. Див. виступ голови ФРС Алана Ґрінспена від 4 вересня 1998 року під назвою «Питання: Чи маємо ми справу з новою економікою?», https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980904.htm.

361 Тему «Великого угамування» (англ. Great moderation) порушив Бен Бернанке (у 2000-х роках). Це означає, що світова економіка стало зростає без кризових явищ. Див. виступ голови ФРС Бернанке від 20 лютого 2004 року: https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/.

362 Білл (Вільям) Блек — професор економіки Університету Міссурі в Канзас-Сіті.

363 Термін «пут» походить від назви фінансового інструмента «пут-опціон» (англ. put option). Це стандартизована угода між двома сторонами, яка надає одній із них право (але не зобов'язання) на продаж активу за визначеною ціною іншій стороні до кінця терміну угоди.

364 Франц. Laissez faire — «жодних утисків вільної торгівлі».

365 Оскільки національний уряд рятує банківську систему за рахунок випуску суверенних облігацій, що призводить до стрімкого зростання рівня суверенного боргу до ВВП.

366 Фінансову підтримку для Греції розробили МВФ, ЄЦБ та «Єврогрупа» (міністри фінансів країн ЄС).

367 Картопляний голод стався в Ірландії у 1845–1852 роках здебільшого через природні ускладнення (поширення фітофтори, яка знищує рослини).

368 Економічна політика, спрямована на підтримку профіциту зовнішньої торгівлі.

369 Історично економіка Німеччини була одним зі світових лідерів за розміром нетто-профіциту зовнішньої торгівлі.

370 Мається на увазі період діяльності ЄМС (у його поточній третій фазі; попередні дві фази були підготовчі) без фінансових криз — з моменту започаткування в 1999 році й до Великої фінансової кризи 2008 року.

371 A Treatise on Money, 1930.

372 Мовляв, вона «підкріплена» якимсь дорогоцінним матеріалом чи річчю, що має загальносвітовий попит (наприклад, нафта чи зерно).

373 На балансі центрального банку здійснюється бухгалтерська проводка з кредиту рахунку комерційного банку на суму позики. За дебетом ця проводка фіксує IOU комерційного банку.

374 На балансі комерційного банку здійснюється бухгалтерська проводка з кредиту рахунку позичальника на суму позики. За дебетом ця проводка фіксує IOU позичальника.

375 Центральним банком.

376 Комерційним банком або комерційними банками.

377 Англ. financialization. Сучасний термін, певною мірою споріднений з поширеним «індустріалізація». Якщо другий означає зростання впливу промисловості на економіку, то перший — зростання впливу фінансів на економіку в останні кілька десятиліть.

378 Елвін Гансен (1887–1975) — американський економіст, професор економіки Гарвардського університету, якого іноді називали «американським Кейнсом».

379 Ден Алперт — засновник та керівник інвестиційного бутік-банку «Вествуд Кепітал».

Відомий своїми численними публікаціями, зокрема книжкою «Ера перевиробництва» (2013).

380 Інституційне населення — те, яке проживає у власному або орендованому помешканні (в США).

381 Джесс Маєрсон — громадський активіст та публіцист, який живе в Нью-Йорку (США), https://twitter.com/jamyerson/.

382 Див.: http://www.rollingstone.com/politics/news/five-economic-reforms-millennials-should-be-fighting-for-20140103.

383 Рупія — національна грошова одиниця Індії; непальська рупія — Непалу.

384 Для економік країн, що розвиваються, швидше відбувається зворотний процес: нетто-імпорт супроводжується накопиченням вимог решти світу до країни-імпортера не в національній валюті, а в іноземній (одній із провідних резервних валют світу — доларах США, євро, японських єнах, фунтах стерлінгів тощо).

385 Браян Романчук — сертифікований фінансовий аналітик (CFA) із Канади, веде економічний блог: www.bondeconomics.com.

386 Від англ. bid — «заявка на покупку».

387 Шляхом випуску IOU в національній валюті. Автор аналітичної статті наголошує, що його аналіз стосується розвинутої країни.

388 Гнучкого обмінного курсу, який передбачає мінімальні втручання (інтервенції) з боку центрального банку.

389 Ці ремарки автора безпосередньо стосуються України.

390 Англ. inflation pass-through. Вимірюється коефіцієнтом, що показує, яким чином зміна обмінного курсу національної валюти впливатиме на внутрішню споживчу інфляцію. Вважається, що в разі високої частки імпортованої продукції в споживчому кошику або високої залежності від імпорту сировини, цей коефіцієнт має високе значення, тобто девальвація валюти стрімко прискорить інфляцію. Критики цього підходу доводять, що в історичній перспективі коефіцієнт інфляційного переносу не стійкий.

391 Ніл Вілсон — блогер й економіст, https://twitter.com/neilwilson.

392 Це потребує додаткового пояснення. Обмінні курси валют у країнах, що розвиваються, як правило, виражені як числові відношення до одиниці іноземної валюти (переважно до долара США). Наприклад, обмінний курс української гривні становить 26 гривень за один американський долар (грн / дол.). Однак фраза «обмінний курс знижується» стосується курсу, вираженого як числове співвідношення іноземної валюти (долара США) та одиниці національної валюти, про яку йдеться (гривні). У нашому прикладі це курс 1/26 = 0,0385 долара США за одну гривню. Якщо обмінний курс гривні знизився на 5 %, то його нове значення дорівнює 0,0385 * (1 ? 5 %) = 0,0365 дол. / грн, що відповідає курсу 27,37 грн / дол. згідно з форматом, прийнятим на валютному ринку.

393 Автор має на увазі посилення обмінного курсу валюти, коли країна-експортер втрачає конкурентну спроможність власної економіки на міжнародних ринках.

394 Ідеться про нагромадження основного капіталу, а не про фінансові інвестиції.

395 Джанет Єллен — голова ФРС з 2014 року.

396 В Україні цей податок називається «єдиним соціальним внеском». Його сплачує роботодавець напряму в Пенсійний фонд України під час нарахування зарплати.

397 Мається на увазі ідея, концепція, що швидко поширюється в інтернеті.

Примітки

Розділ 3

1 Усе це досить докладно описано в аналітичній записці Скотта Фулвайлера (можливо, як на пересічного читача вона надто деталізована), з якою можна ознайомитися за посиланням: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874795.

2 Викладені нижче пояснення ґрунтуються на аналітичній статті Скотта Фулвайлера «Боргові операції Казначейства США. Інтегрований аналіз з використанням методологій соціального обліку та соціального устрою» (вересень 2010 року), режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874795.

Розділ 6

3 З книжки Марґарет Етвуд «Розплата: Борги і темна сторона багатства» (Atwood, Margaret. 2008. “Payback: Debt and the Shadow Side of Wealth”, Toronto: House of Anansi Press).

4 З книжки Леслі Курк «Монети, тіла, ігри та золото», (Kurke, Leslie. 1999. “Coins, Bodies, Games, and Gold”, Prinston University Press. P. 385).

5 Я подякую Крісові Десану, Девідові Фоксу та іншим учасникам семінару в Кембриджському університеті за ту дискусію, на яку я посилаюся в цьому параграфі. Читачам, можливо, буде цікаво дізнатися про цей семінар докладніше: http://www.boston.com/bostonglobe/ideas/articles/2011/08/21/which_came_first_money_or_debt/.

Розділ 10

6 Bezemer, D. J. (2009), «No One Saw This Coming: Understanding Financial Crisis Through Accounting Models». Unpublished. Див. також: http://voxeu.org/article/no-one-saw-this-coming-or-did-they.

7 Наші ранні праці див. за посиланнями: http://neweconomicperspectives.org/2012/07/nostradamus-and-euro.html; http://economicmonitor.com/lrwray/2012/07/24/who-first-warned-about-the-euro-the-wsj-weighs-in/; http://economicmonitor.com/lrwray/2011/11/16/euro-crisis-is-spreading-from-periphery-to-center-the system-designed-to-fall-will-fail/.

8 Див. тут: http://neweconomicperspectives.org/2014/01/job-guarantee-2.html; тут: http://neweconomicperspectives.org/2014/01/dazed-confused-matt-yglesias-job-guarantee.html; і тут: http://moslereconomics.com/2013/11/19/comments-on-bakerbernstein-book/.

9 Див. тут: http://economicmonitor.com/lrwray/2013/11/21/bow-down-to-the-bubble-larry-summerian-endorses-bubbleonian-madness-and-paul-krugman-ambraces-the-hansenian-stagnation-thesis/.

10 Значно більше в матеріалі, який я написав у 2007 році: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_488.pdf. Мій давніший матеріал про тривалий застій через обмеження попиту, написаний у співавторстві з Марком-Андре Піджином, див. тут: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp269.pdf.

Література

Aspromourgos, T. 2000. “Is an Employer-of-Last-Resort Policy Sustainable? A Review Article”. Review of Political Economy 12, no. 2: 141–155.

Atwood, Margaret. 2008. Payback: Debt and the Shadow Side of Wealth, Anansi.

Bell, Stephanie. 2000. Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? Journal of Economic Issues. 34: September, 603–620.

——. 2001. “The Role of the State and the Hierarchy of Money”. Cambridge Journal of Economics, 25 (2), March, 149–163.

Bell, Stephanie and L.R. Wray. “Fiscal Effects on Reserves and the Independence of the Fed”, Journal of Post Keynesian Economics, Winter 2002–2003, vol. 25, no. 2: 263–271.

——. 2004. “The War on Poverty after 40 Years: A Minskyan Assessment”, Public Policy Brief, The Levy Economics Institute of Bard College, no. 78.

Boulding, Kenneth E. 1985. “Puzzles Over Distribution”, Challenge 28, no. 5: 4–10.

Burgess, J. and Mitchell, W.F. 1998. “Unemployment Human Rights and Full Employment Policy in Australia”, in M. Jones and P. Kreisler (eds), Globalization, Human Rights and Civil Society, Sydney, Australia: Prospect Press.

Clower, Robert. 1965. “The Keynesian Counter-Revolution: A Theoretical Appraisal”, in F.H. Hahn and F.P.R. Brechling (eds), The Theory of Interest Rates, 103–125, London: Macmillan.

Commons, John R. 1955 [1924]. Legal Foundations of Capitalism. New Brunswick, N. J.: Transaction Publishers.

Cramp, A. B. 1962. Two views on money. Lloyds Bank Review, July, p. 1.

Darity, William Jr. “Who Loses from Unemployment”. Journal of Economic Issues, 33, no. 2 (June 1999): 491.

Davidson, P. 1978. “Money and the Real World”, London: Macmillan.

Dillard, Dudley. 1980. “A Monetary Theory of Production: Keynes and the Institutionalists”. Journal of Economic Issues. 14: 255–273.

Foley, Duncan. 1989. “Money in Economic Activity”, in John Eatwell, Murray Milgate, and Peter Newman (eds), The New Palgrave: Money, New York and London: W.W. Norton.

Forstater, Mathew. 1999. “Full Employment and Economic Flexibility”. Economic and Labour Relations Review, vol. 11.

Forstater, Mathew and L. Randall Wray (eds), 2008. Keynes for the Twenty-First Century: The Continuing Relevance of the General Theory, Palgrave / Macmillan 2008.

Fullwiler, Scott. 2006. “Setting Interest Rates in the Modern Money Era”, Journal of Post Keynesian Economics, 28(3), Spring: 495–525.

——. 2010 Treasury Debt Operations — An Analysis Integrating Social Fabric Matrix and Social Accounting Matrix Methodologies, September 2010 (edited April 2011), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874795

Fullwiler, Scott T. 2003. “Timeliness and the Fed’s Daily Tactics”. Journal of Economic Issues, vol. 37, no. 4 (December): 851–880.

——. 2005. “Paying Interest on Reserve Balances: It’s More Significant than You Think”. Journal of Economic Issues, vol. 39, no. 2 (June).

——. 2008. “Modern Central Bank Operations: The General Principles”.

——. 2009. “The Social Fabric Matrix Approach to Central Bank Operations: An Application to the Federal Reserve and the Recent Financial Crisis”. In Natarajan, Tara, Wolfram Elsner, and Scott Fullwiler (eds), Institutional Analysis and Praxis: The Social Fabric Matrix Approach: 123–169. New York, NY: Springer.

——. 2011. “Treasury Debt Operations: An Analysis Integrating Social Fabric Matrix and Social Accounting Matrix Methodologies”. SSRN, located at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1825303

Galbraith, James K. 2011. “Is the Federal Debt Unsustainable?”, Levy Economics Institute Policy Note 2011/2.

Ginsburg, Helen. 1983. Full Employment and Public Policy: The United States and Sweden, Lexington, MA: Lexington Books.

Godley, Wynne. 1996. “Money, Finance and National Income Determination: An Integrated Approach”, Levy Economics Institute, Working Paper 167, June, www.levy.org.

Godley, Wynne and Lavoie, Marc. 2007. Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production, and Wealth. New York, NY: Palgrave Macmillan.

Goodhart, Charles A. E. 1989. Money, Information, and Uncertainty. Cambridge, Mass.: MIT Press.

——. 1998. “Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas”. European Journal of Political Economy. 14: 407–432.

——. 2005. “Review of Credit and State Theories of Money: the contributions of A. Mitchell Innes”, History of Political Economy, vol. 37, no. 4, Winter, pp. 759–761.

——. 2008. “Money and Default”, in Mathew Forstater and L. Randall Wray (eds), Keynes for the Twenty-First Century: The Continuing Relevance of the General Theory, 213–223. New York: Palgrave Macmillan.

Graeber, David. Interview. http://www.boston.com/bostonglobe/ideas/articles/2011/08/21/which_came_first_money_or_debt/.

Graziani, A. 1990. "The Theory of the Monetary Circuit", Economies et Societes, series no. 7, June.

Harvey, P. 1989. Securing the Right to Employment: Social Welfare Policy and the Unemployed in the United States, Princeton, NJ: Princeton University Press.

——. 1999. "Liberal Strategies for Combating Joblessness in the Twentieth Century", Journal of Economic Issues, vol. 33, no. 2, June: 497–504.

——. 2002. "Human Rights and Economic Policy Discourse: Taking Economic and Social Rights Seriously", Columbia Human Rights Law Review, vol. 33, no. 2, Spring: 364–471.

Hayden, F. Gregory. 2006. Policymaking for a Good Society: The Social Fabric Matrix Approach to Policy Analysis and Program Evaluation. New York, NY: Springer.

——. 2009. "Normative Analysis of Instituted Processes". In Natarajan, Tara, Wolfram Elsner, and Scott Fullwiler (eds), Institutional Analysis and Praxis: The Social Fabric Matrix Approach: 103–122. New York, NY: Springer.

Heilbroner, Robert. 1985. The Nature and Logic of Capitalism, New York and London: W.W. Norton and Company.

Hirway, Indira. 2006. "Enhancing Livelihood Security through the National Employment Guarantee Act: Toward effective implementation of the Act", The Levy Economics Institute Working Paper No. 437, January, www.levy.org.

Ingham, Geoffrey. 2000. Babylonian Madness: On the Historical and Sociological Origins of Money. In John Smithin (ed.), What Is Money. London & New York: Routledge.

——. 2004a. "The Emergence of Capitalist Credit Money". In L.R. Wray (ed), Credit and State Theories of Money: The Contributions of A. Mitchell Innes, Cheltenham, 173–222, Edward Elgar.

——. 2004b. The Nature of Money, Cambridge: Polity Press Ltd.

—— (ed.). 2005. Concepts of Money: Interdisciplinary Perspectives from Economics, Sociology, and Political Science, Edward Elgar, Cheltenham.

Innes, A. M. 1913. "What is Money?" Banking Law Journal. May: 377–408.

——. 1914. “The Credit Theory of Money”. Banking Law Journal, January, 151–68.

Innes, A. M. (1913, 1914) reprinted in L.R. Wray (ed.), Credit and State Theories of Money, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar (2004), pp. 14–49.

Kaldor, N. 1955–6. “Alternative theories of distribution”. Review of Economic Studies, 23: 83–100.

Kalecki, Michal. 1971. “The determinants of profits”, in M. Kalecki (ed.), Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933–1970, 78–92, Cambridge: Cambridge University Press.

Keynes, John Maynard. (1964) The General Theory of Employment, Interest and Money, Harcourt Brace Jovanovich, New York and London.

Keynes, J. M. (1971–1989), The Collected Writings of John Maynard Keynes, London: Macmillan and Cambridge University Press for the Royal Economic Society, vol. XIII: The General Theory and After. Part I Preparation, 1973, vol. XIV: The General Theory and After. Part II Defense and Development, 1973.

Keynes, J. M. 1914. “What is Money?”, review article in Economic Journal, 24 (95), September, 419–421.

——. 1930. A Treatise on Money. Volumes I and II (1976), New York: Harcourt, Brace & Co.

——. 1937. The ‘Ex Ante’ Theory of the Rate of Interest, Economic Journal, December.

——. 1976. A Treatise on Money. Volumes I and II, New York: Harcourt, Brace & Co.

——. 1982. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XXVIII, Donald Moggridge (ed), London and Basingstoke: Macmillan.

King, J. E. 2001. “The Last Resort? Some Critical Reflections on ELR”. Journal of Economic and Social Policy 5, no. 2: 72–76.

Klein, Peter G. and George Selgin. 2000. “Menger’s Theory of Money: Some Experimental Evidence”. In John Smithin (ed.), What Is Money. London & New York: Routledge.

Knapp, Georg Friedrich. (1924) 1973. The State Theory of Money. Clifton: Augustus M. Kelley.

Kregel, J. A. (1986), “Shylock and Hamlet: Are there Bulls and Bears in the Circuit?” Economie et Societe, serie MP 3, pp. 11–22.

Kregel, J. A. 1976. “Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modeling Methods of Keynes and the Post-Keynesians”, Economic Journal, vol. 86, no. 342: 209–225.

Kurke, Leslie. 1999. Coins, Bodies, Games, and Gold, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1999; xxi, 385.

Lavoie, Marc. 1985. “Credit and Money: The Dynamic Circuit, Overdraft Economics, and Post Keynesian economics”, in Jarsulic, Marc (ed.), Money and Macro Policy, 63, Boston, Dordrecht, Lancaster: Boston-Dordrecht-Lancaster.

Lerner, Abba P. 1943. “Functional Finance and the Federal Debt”. Social Research, vol. 10, 38–51.

——. 1947. “Money As a Creature of the State”. American Economic Review, vol. 37: 312–317.

Minsky, H. P. 1965. “The Role of Employment Policy”, in M. S. Gordon (ed.), Poverty in America, San Francisco, CA: Chandler Publishing Company.

Minsky, Hyman P. 1986. Stabilizing an Unstable Economy, New Haven and London: Yale University Press.

——. 1993. “Schumpeter and Finance”, in S. Biasco, A. Roncaglia and M. Salvati (eds), Market and Institutions in Economic Development, 103–115, New York: St. Martin’s Press.

Minsky, H.P. 1975. John Maynard Keynes, Yale University Press.

Mitchell, William and Joan Muysken. 2008. Full Employment Abandoned: Shifting Sands and Policy Failures, Cheltenham, UK, Northampton, MA: Edward Elgar.

Mitchell, W. F. and Wray, L. R. 2005. “In Defense of Employer of Last Resort: A Response to Malcolm Sawyer”, Journal of Economic Issues, vol. 39, no. 1: 235–245.

Moore, Basil J. 1988. Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money, Cambridge: Cambridge University Press.

Mosler, Warren. 2010. The Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy, Valance Co., Inc.

Parguez, Alain. 2002. “A Monetary Theory of Public Finance”. International Journal of Political Economy, 32(3), Fall.

Parguez, Alain and Mario Seccarrecia. 2000. “The Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach”. In John Smithin (ed.), What is Money?, 101–123, London and New York: Routledge.

Phillips, R. J. 1995. The Chicago Plan and New Deal Banking Reform. Armonk: M. E. Sharpe, Inc.

Rawls, J. 1971. Theory of Justice, Cambridge, MA: Harvard University Press. Rezende, Felipe. 2009. "The Nature of Government Finance in Brazil". International Journal of Political Economy, 38, no. 1: 81–104.

Ritter, Lawrence S. 1963. "An Exposition of the Structure of the Flow-of-Funds Accounts". The Journal of Finance, vol. 18, no 2: 219–230.

Samuelson, Paul, Economics, New York: McGraw-Hill, Ninth Edition, 274–276 (1973).

Sardoni, C. and Wray, L. R. 2005. "Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S.," Levy Economics Institute, Working Paper 431.

Sawyer, M. (2003), "Employer of last resort: could it deliver full employment and price stability?" Journal of Economic Issues, 37(4): 881–908.

Schumpeter, J. A. 1934. The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Sen, A. 1999. Development as Freedom, New York, NY: Alfred A. Knopf.

Sraffa, Piero. 1960. Production of Commodities by Means of Commodities. Cambridge: Cambride University Press.

Taylor, N. 2008. American-Made: The Enduring Legacy of the WPA: When FDR Put the Nation to Work. Tantor Media.

Tcherneva, Pavlina and L. Randall Wray. 2005. "Gender and the Job Guarantee: The impact of Argentina's Jefes program on female heads of poor households", Center for Full Employment and Price Stability Working Paper No. 50, December, www.cfeps.org.

Wray, L. Randall. 1998. Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability. Northampton, MA, Edward Elgar.

——. 1990. Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach, Aldershot, UK and Brookfield, VT, USA: Edward Elgar.

——. 2003. "The Perfect Fiscal Storm", Challenge, vol. 46, no. 1: 55–78.

——. 2009. “The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach”, Cambridge Journal of Economics, vol. 33, no 4: 807–828.

——. (ed.) 2004. Credit and State Theories of Money: The Contributions of A. Mitchell Innes, Cheltenham, Edward Elgar.

Wray, L. R. and Forstater, M. 2004. “Full Employment and Economic Justice”, in D. Champlin and J. Knoedler (eds), The Institutionalist Tradition in Labor Economics, Armonk: NY: M.E. Sharpe.