

Пол КРУГМАН



НОБЕЛЕВСКИЙ ЛАУРЕАТ ПО ЭКОНОМИКЕ 2008



ВОЗВРАЩЕНИЕ ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ

*...Главное, что нужно понять, —
как катастрофа могла произойти,
как в ней выжить и как препятствовать
будущим кризисам...*



ЭКОНОМИКА: МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

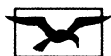
WINNER OF THE NOBEL PRIZE IN ECONOMICS

.....

Paul KRUGMAN

**THE RETURN OF
DEPRESSION
ECONOMICS**

AND THE CRISIS OF 2008



W.W. Norton & Company

ЭКОНОМИКА: МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

.....

Пол КРУГМАН

**ВОЗВРАЩЕНИЕ
ВЕЛИКОЙ
ДЕПРЕССИИ?**

Книга издана при поддержке Сбербанка России ОАО

 СБЕРБАНК РОССИИ



ЭКСМО

МОСКВА

2009

УДК 330
ББК 65.012.2
К 84

Перевод с английского *В. Н. Егорова*

Под общей редакцией
д.э.н., академика РАН *М. Г. Делягина и Л. А. Амелехина*

Кругман П.
К 84 Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / Пол Кругман ; [пер. с англ. В. Н. Егорова, под общ. ред. М. Г. Делягина, Л. А. Амелехина]. — М. : Эксмо, 2009. — 336 с. — (Экономика: мировые тенденции).

ISBN 978-0-393-07101-6
ISBN 978-5-699-34222-8

Книга Пола Робина Кругмана — выдающегося американского макроэкономиста, публициста, а также последовательного критика денежно-кредитной политики администрации Джорджа Буша — попытка ответить на ключевые вопросы современной действительности: «Почему происходят кризисы?» и «Как минимизировать последствия депрессивных состояний экономики?».

Незаурядная эрудиция, тонкая ирония, иногда переходящая в интеллектуальную язвительность по отношению к своим оппонентам, превращают это произведение в увлекательное чтение. Умение автора рассуждать на сложнейшие экономические темы в удивительно доступной форме сделало эту книгу экономическим бестселлером многих стран мира.

Книга рассчитана на экономистов и всех, кто интересуется вопросами развития экономики.

УДК 330
ББК 65.012.2

Никакая часть настоящего издания ни в каких целях не может быть воспроизведена в какой-либо форме и какими бы то ни было средствами, будь то электронные или механические, включая фотокопирование и запись на магнитный носитель, без письменного разрешения ООО «Издательство «Эксмо».

ISBN 978-0-393-07101-6 (англ.) © 2009, 1999 by Paul Krugman
ISBN 978-5-699-34222-8 (рус.) © В. Н. Егоров, перевод, 2008
© ООО «Издательство «Эксмо», 2009

ОГЛАВЛЕНИЕ

Предисловие к российскому изданию	7
Предисловие	15
глава 1. «Центральная проблема решена»	23
Триумф капитализма — «Приручение» делового цикла —	
Технология как спаситель — Плоды глобализации —	
Скептики и критики	
глава 2. Проигнорированное предупреждение: кризис в Латинской Америке	55
Мексика: начиная с 1980-х годов — Аргентина порывает со своим	
прошлым — Плохой год для Мексики — «Текиловый» кризис —	
Масштабное спасение — Неправильные выводы из полученных	
уроков	
глава 3. Японская ловушка	95
«Япония как номер один» — Пузырь, тяжелый труд	
и проблемы — Скрытая депрессия — Японская ловушка —	
Япония «по вале волн» — Восстановление Японии	
глава 4. Крах в Азии	127
Бум — 2 июля 1997 года — Катастрофа — Инфекция —	
Почему Азия? Почему в 1997-м? — Эпилог: Аргентина, 2002 год —	
Более серьезный вопрос	
глава 5. Порочная политика	161
В каком направлении международная денежная система	
не развивалась — Спекулятивная угроза — Игры с доверием —	
Не привели ли действия МВФ к ухудшению ситуации?	
глава 6. Хозяева Вселенной	187
Сущность зверя — Легенда о Джордже Соросе — Сумасшествие	
премьер-министра Махатхира — Атака на Гонконг —	
Потемкинская экономика — Паника 1998 года	

глава 7. Пузыри Гринспена	217
Эпоха Гринспена — «Трезвый водитель» для Америки —	
Пузыри Гринспена — Когда пузыри лопаются	
глава 8. Теневой сектор банковских услуг	237
История банковского дела в упрощенном представлении —	
Теневая банковская система — Преступная халатность	
глава 9. Все страхи сразу	257
Взрыв пузыря недвижимости и его последствия — Кризис	
небанковской системы банковских услуг — ФРС утрачивает	
возможности для влияния — Мать всех валютных кризисов —	
Глобальное экономическое замедление	
глава 10. Возврат депрессивной экономики.....	281
Что такое депрессивная экономика? — Что делать: как себя	
вести в чрезвычайной ситуации — Финансовая реформа —	
Сила идей	
Об авторе.....	297
Указатель аннотированный	298
Указатель имен	335

ПРЕДИСЛОВИЕ К РОССИЙСКОМУ ИЗДАНИЮ

Уважаемые читатели!

Сбербанк России начинает публикацию на русском языке серии наиболее значимых произведений в сфере экономики и политики, появившихся в последнее время. Первая книга, представляемая вашему вниманию, — это книга крупнейшего американского экономиста и публициста, лауреата Нобелевской премии Пола Кругмана «Возвращение Великой депрессии».

Начавшийся в 2008 году глобальный финансово-экономический кризис поразил своими масштабами и глубиной экономистов и политиков всего мира. Пожалуй, наибольшей неожиданностью он был для самих американцев, ведь за последние 25 лет они отвыкли от сильных потрясений, а последняя депрессия в этой стране была в 30-х годах прошлого века. Возникло впечатление, что ФРС и американское правительство научились сглаживать экономические колебания, и такое понятие, как «депрессия», навсегда ушло в прошлое. С другой стороны, крепло мнение, что экономики других стран, особенно стран БРИК, стали независимыми от колебаний в американской экономике. После нескольких дней в сентябре 2008 года,

когда обанкротился крупнейший инвестиционный банк Lehmann Brothers, а затем была национализирована самая крупная страховая компания в мире AIG, стало понятно, что все это иллюзии. Кризис доверия остановил кредитные рынки, международная торговля остановилась и мир стал погружаться в пучину экономического кризиса.

Теперь, когда первая, наиболее острая полоса кризиса уже позади, можно только удивляться тем цифрам падения, которые демонстрировали рынки. В развитых странах промышленное производство падало темпами свыше 10%, а в некоторых (Япония, Швеция) составляло и 20% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Даже в демонстрировавшем в последнее время рекордные темпы роста Китае темп прироста промышленного производства в феврале 2009 года снизился до 3,8%, а темп прироста ВВП сократился в 1-м квартале 2009 года до 5,1% с более чем 12% годом ранее. Сокращение внешнеторгового товарооборота в большинстве стран составило 20–30%, а в отдельных странах приблизилось к 40–50%. Одна из самых богатых стран мира — Исландия, была вынуждена обращаться за помощью в МВФ. ФРС и МВФ пришлось в пожарном порядке открывать новые своп- и кредитные линии для обеспечения долларовой ликвидностью тех развивающихся и переходных экономик, которые в предкризисное время обладали достаточным уровнем резервов и стабильной макроэкономической ситуацией, а также проводили взвешенную политику. Совокупные потери в стоимости активов оцениваются в 50 трлн долл. — это эквивалентно размеру мирового ВВП. На 2009 год большинство международных организаций и крупнейших инвестиционных банков прогнозируют спад глобального ВВП — и это впервые в послевоенной истории! При этом

чистые потоки капитала в развивающиеся страны могут сократиться в 3 раза по сравнению с 2008 годом и в 6 раз по сравнению с 2007 годом, что будет существенно тормозить экономическое развитие этих стран.

Такая динамика изменения глобальных экономических показателей и показателей развитых стран, безусловно, беспрецедентна. Однако в своей книге профессор Кругман показывает, что она не является столь уж неожиданной: подобные события, хоть и не носившие глобального характера, неоднократно имели место на протяжении 1990-х начала 2000-х годов в нескольких регионах мира. Крупнейшие из них — Латиноамериканский кризис 1994–1995 годов и кризис в Юго-Восточной Азии 1997–1998 годов — убедительно продемонстрировали, что в эпоху свободного перемещения капитала даже небольшие по масштабам и в целом не очень значимые ошибки в экономической политике могут вызвать диспропорционально большую реакцию рынка и привести к глубоким и тяжелым экономическим потрясениям. События в Японии в 1990-х годах показывают, что, столкнувшись с подобным финансовым кризисом, крупная развивающаяся страна может избежать глубокой рецессии, но ценой погружения в длительную стагнацию.

В США в 1980–1990-х годах были финансовые кризисы, имевшие ту же природу, что и кризисы в развивающихся странах. Это кризис ссудно-сберегательных касс 1989 года и кризис 1999 года, вызванный банкротством хедж-фонда LTCM, а также коллапс акций интернет-компаний 2001 года. Эти потрясения по своим масштабам были сравнительно небольшими для американской экономики, поэтому ФРС удалось успешно с ними справиться. Но средство, использованное для борьбы с ними, — снижение процентных

ставок способствовало надуванию все более крупных новых пузырей. В результате в начале 2000-х годов надулся пузырь цен на недвижимость, сопровождавшийся ростом рынка ипотечных ценных бумаг и снижением фактически до нуля нормы сбережений в США. Масштаб кризиса, вызванного сдуванием пузыря и крахом «теневой» банковской системы, был таков, что ФРС не смогла справиться с ним стандартными методами, что и спровоцировало глобальный экономический кризис.

Интерес Кругмана к проблеме финансовых кризисов не случаен. Пол Кругман — редкий тип экономиста, который совмещает в себе способности теоретика, великолепно умеющего выявлять новые проблемы, находить их решение с помощью специально разработанных математических моделей, и талант публициста, умеющего объяснять самые сложные вещи очень простым языком. В последние годы он прославился как самый популярный колумнист *The New York Times*, рьяный противник политики Буша. Его фирменный стиль — построение своих аргументов на основе результатов исследований профессиональных экономистов, а не обоснование соображениями «здравого смысла» или абстрактными теориями. Кругман стал публицистом, уже будучи крупным ученым-экономистом, основателем нескольких новых научных направлений. Его работы по так называемой «новой теории мировой торговли», а затем и по «новой экономической географии» позволили дать объяснение тому, как различия в структуре рынка влияют на структуру мировой торговли и какие факторы определяют местоположение производств на той или иной территории.

Проблематикой валютных и финансовых кризисов Кругман заинтересовался, еще будучи аспирантом

Массачусетского университета. В 1979 году он опубликовал свою первую статью по теории кризисов, которая стала первой работой в истории экономики, доказавшей, что поведение инвесторов в кризис имеет под собой рациональную природу. Сегодня ни одна работа по теории кризисов не обходится без ссылки на Кругмана как на первооткрывателя этого направления научных исследований.

В 1990-е годы, когда количество кризисов резко возросло, Кругман вновь вернулся к этой тематике. При этом его, в отличие от многих других экономистов, писавших на тему кризиса, волновал не столько механизм разворачивания кризиса, сколько сам вопрос: почему широкомаштабные кризисы, сравнимые по глубине и силе с Великой депрессией, могут быть вызваны весьма мелкими ошибками в политике, как это было в Мексике или Малайзии. И он нашел ответ на этот вопрос: все дело в кризисах доверия, которые запускают нисходящую спираль экономического кризиса, когда выход части инвесторов оказывает негативный эффект на балансы компаний, что провоцирует выход следующей группы инвесторов, и т. д.

Для того чтобы быстро вернуть доверие инвесторов, страны, подвергшиеся кризису, должны, во-первых, быстро девальвировать свою валюту до уровня, приводящего в равновесие баланс текущих операций и воспринимаемого инвесторами как достаточный. Во-вторых, после завершения девальвации надо проводить политику, на практике демонстрирующую, что правительство осознает происходящее и контролирует ситуацию. Если инвесторы засомневаются в этом, атака на валюту продолжится с новой силой. В зависимости от уровня доверия процентные ставки могут быть снижены сразу (как в Австралии) или удерживаться на относительно высоком уровне.

При этом не стоит играть в игры с инвесторами, пытаясь удерживать курс всеми силами на неразумном уровне за счет неразумно высоких процентных ставок: это лишь дальше подрывает доверие к политике и ведет к тяжелым негативным последствиям для экономики.

Еще один урок — если в результате кризиса в банковском секторе возникла проблема плохих долгов, необходимо быстро и решительно принять меры по рекапитализации банков и стимулировать их к выявлению и работе с такими долгами. Опыт Японии, на протяжении почти 15 лет находившейся в состоянии стагнации, показал, что без решения этой проблемы такие меры государственной политики, как фискальные стимулы, снижение процентных ставок и количественное ослабление денежной политики, не способны дать экономике устойчивый импульс к развитию. Недавнее исследование Центра макроэкономических исследований Сбербанка России показало, что в случае сравнительно небольших экономик благоприятная внешняя конъюнктура может вывести страну из кризиса и при сохранении проблем в банковском секторе. Однако экономика страны в этом случае остается неустойчивой, подверженной значительным колебаниям.

Книга «Возвращение Великой депрессии», безусловно, изначально была предназначена именно для американского читателя. Поэтому автор и начинает ее со столь знакомой американцам полемики с теми, кто считал, что депрессии уже больше никогда не повторятся. Эта книга благодаря простоте изложения и использованию простых примеров, за которыми скрывается глубокая научная база, дает возможность всем читателям, интересующимся этой тематикой, вне зависимости от их образования получить внятное и логичное объяснение причин и возможного

направления развития текущего глобального кризиса, а также оценить эффективность тех или иных мер политики, которые могут быть использованы для решения проблем.

Для российского читателя книга имеет не только абстрактно-познавательный, но и вполне практический интерес. В России, как и в США, очень остро стоит проблема регулирования банковского, и особенно «теневого банковского» сектора (инвестиционных фондов и прочих финансовых компаний, по сути выполняющих банковские или квазибанковские функции). Если экономический кризис, поразивший российскую экономику, по своим масштабам сопоставим с ситуацией в других похожих странах, то российский фондовый рынок явно стал одной из жертв глобального кризиса. Такого масштабного и быстрого падения не наблюдалось нигде, и стране явно необходимо извлечь из этого уроки и принять меры по укреплению рынка и усилению регулирования институтов, на нем работающих. Меры в данном направлении включают более жесткий контроль за компаниями, работающими со средствами клиентов, и усиление регулирования кредитования под залог ценных бумаг. Вторая серьезная проблема — это банки. К чести российского Правительства и Банка России стоит отметить, что значимые решения по исправлению ситуации в этой сфере были приняты уже в ходе первой острой фазы кризиса. Это касается как мер по расширению каналов по предоставлению ликвидности банкам, так и дополнительных мер защиты вкладчиков: расширение гарантий и предоставление дополнительного капитала АСВ. Но не создано пока действенных инструментов стимулирования банков к работе с плохими активами, а не к их сокрытию.

не разработаны схемы проведения рекапитализации банков. Еще одна чисто российская проблема — это регулирование деятельности тех компаний, которые имеют дело с большим количеством частных инвестиций, к примеру, в сфере долевого строительства. Наконец, для восстановления доверия к национальной валюте необходимо принять меры к стабилизации инфляции на уровне менее 5%.

Это только минимальный набор мер, необходимый для восстановления доверия на финансовых рынках. Необходим и более широкий круг институциональных реформ, направленный на восстановление доверия в целом. В представленной книге Кругман убедительно показывает, что в основе кризисов, сотрясающих глобальную экономику в последнее время, лежит проблема доверия. Поэтому ее решение в России должно быть первоочередной задачей.

Герман Греф,
Президент,
Председатель правления Сбербанка России

ПРЕДИСЛОВИЕ

Большинство экономистов, по крайней мере те, кто серьезно анализирует эту тему, рассматривают Великую депрессию 1930-х годов как ничем не оправданную и вовсе не обязательную трагедию.

Не пытайся Герберт Гувер (Herbert Hoover) сбалансировать бюджет перед лицом надвигающегося экономического спада, не защищай Федеральная резервная система так рьяно золотой стандарт, в том числе и за счет национальной экономики, и, наконец, профинансируй чиновники быстро и своевременно банки, которым угрожало разорение, чтобы успокоить финансовый рынок, где в 1930–1931-е годы наблюдалась паника, то крах фондового рынка, произошедший в 1929 году, привел бы лишь к заурядной рецессии, о которой бы все вскоре забыли. И так как экономисты и политики выучили свой урок, то ни один из современных министров финансов не стал бы, как эхо, повторять известный совет Эндрю Меллона (Andrew Mellon): «Избавляйтесь от работников, избавляйтесь от запасов, избавляйтесь от фермеров, избавляйтесь от недвижимости... произведите чистку гнили в системе». Соответственно, Великая депрессия не могла бы повториться.

Но что же все-таки случилось? В конце 1990-х несколько государств Азии, экономики которых в совокупности составляли около четверти мирового ВВП, а население —

две трети миллиарда человек, столкнулись с резким экономическим спадом, имевшим поразительное сходство с Великой депрессией. И депрессия, и этот кризис, как казалось многим, ударили как гром среди бела дня, и это при том, что большинство ученых мужей предсказывали продолжающийся бум даже во время усиления спада. Как и в 1930-х, обычные экономические меры противодействия кризису оказались неэффективными, возможно, даже контрпродуктивными. Конечно, любой, кто серьезно относится к истории, должен был понимать, что подобные катаклизмы могут случаться и в современном мире.

Спинным мозгом почувствовал это и я. Первое издание этой книги было подготовлено в ответ на азиатский кризис 1990-х годов. Некоторые восприняли его как исключительно азиатское явление, я же осознавал, что это тревожное предзнаменование для всех нас, предупреждение, что проблемы экономики и опасность депрессии в современном мире не исчезли. К сожалению, мои опасения подтвердились: когда это новое издание выходит в свет, большая часть мира, в том числе и Соединенные Штаты, отчаянно пытаются преодолеть масштабный финансовый и экономический кризис, еще более похожий на Великую депрессию, чем в свое время азиатский.

Экономические трудности, которые Азия испытала десятилетие назад, и которые человечество переживает в настоящее время, представляются нам точно в таком виде, в каком, как мы думали, научились их предотвращать. В прежние тяжелые времена правительства стран с крупными, передовыми, устойчивыми экономиками, подобными Великобритании 1920-х, возможно, и не имели ответов на вопрос, как следует действовать в те-

чение длительных периодов стагнации и дефляции, но после рецептов и идей, предложенных Джоном Мейнардом Кейнсом (John Maynard Keynes) и Милтоном Фридманом (Milton Friedman), мы начали считать, что знаем достаточно, по крайней мере, достаточно для того, чтобы не допустить возникновения подобных событий впредь.

Страны меньшего размера, вроде Австрии, какой она была в 1931 году, может, однажды и оказались во власти волн финансовых течений и утратили способность контролировать свою экономическую судьбу, но в наши дни искушенные банкиры и чиновники различных органов власти (чтобы не упомянуть Международный валютный фонд), как предполагается, должны быстро организовывать комплекс спасательных мер, сдерживающих такие кризисы прежде, чем они распространятся.

Правительства, вроде того, что было в Соединенных Штатах в 1930–1931 годах, вероятно, и стояли беспомощно в стороне, поскольку национальные банковские системы разрушились. Но в современном мире страхование депозитов и готовность Федеральной резервной системы к срочному финансированию кредитных учреждений должны предотвращать такие сценарии развития кризиса. Конечно, ни один здравомыслящий человек не считал, что эпоха экономических потрясений закончилась, но мы пребывали в уверенности, что вряд ли те из них, что нам предстоит пережить, будут иметь большое сходство с тяжелейшими ситуациями 1920-х и 1930-х годов.

Еще десятилетие назад надо было понять, что наша самоуверенность неуместна. Япония большую часть 1990-х годов провела в экономической ловушке, которую

Кейнс и его современники сочли бы очень знакомой. С другой стороны, небольшие страны Азии прошли путь от бума до катастрофы фактически мгновенно, образно говоря, «за ночь» — и история их бедствия читается так, как будто она была переписана прямо из финансовой истории 1930-х.

Я размышляю о происходящих событиях как о медицинской проблеме, когда бактерии, вызывавшие эпидемию смертельно опасной чумы, в течение длительного времени считались побежденными современными лекарственными средствами, но вдруг повторно напали на нас в форме, стойкой ко всем стандартным антибиотикам. Вот что я писал в предисловии к первому изданию: «До их пор лишь ограниченное число людей фактически стали жертвами недавно неизлечимых недугов. Но даже со стороны тех, кто пока оказался удачлив, было бы глупостью, не искать новых средств и методов лечения, новых способов профилактики, независимо от того, что от нас требуется, чтобы не оказаться следующими жертвами».

Да, мы были глупы. И теперь настал час расплаты.

Большая часть этого нового издания посвящена азиатскому кризису 1990-х годов, который оказался своего рода репетицией глобального кризиса, разворачивающегося в настоящее время. Но я добавил к предыдущему варианту много новых материалов, стараясь объяснить, каким образом Соединенные Штаты попали в ситуацию, напоминающую ту, что Япония пережила десятилетием раньше, почему Исландия сейчас так похожа на Таиланд конца XX века и как страны, столкнувшиеся с предыдущим кризисом в 1990-х годах, опять, к их ужасу, оказались на краю пропасти.

Об этой книге

Позвольте мне с самого начала признать, что эта книга по своей сути является аналитическим трактатом. Она не столько о том, *что* произошло, сколько о том, *почему* это случилось. Я уверен: главное, что нужно понять, — как катастрофа могла произойти, как в ней выжить и как препятствовать будущим кризисам. Из сказанного следует, что основная цель этой книги, как обычно говорят в бизнес-школах, — разработать теорию для данного кейса, т. е. понять, как следует подходить к изучаемому вопросу.

В то же время я старался, чтобы эта работа не была сухим изложением теории. Здесь нет ни уравнений, ни запутанных диаграмм, и (я надеюсь) сложных и непонятных для обычных читателей выражений, к которым так часто прибегают профессионалы. Как экономист, занимающий довольно высокое положение в своей области, я, конечно, мог бы изложить все эти вещи так, чтобы большинство было не в состоянии что-либо понять. И действительно, подобные работы (и мои собственные, и других авторов) в свое время сыграли важную роль, так как помогли мне прийти к взглядам, изложенным в этой книге. Но сейчас нашему миру нужны действия, осуществляемые с полным пониманием происходящего, и для этого идеи должны быть представлены так, чтобы они стали очевидны для основной массы людей, думающих о будущем, а не только для экономистов с докторской степенью. Более того, уравнения и диаграммы формализованной экономической теории обычно выступают главным образом в качестве своего рода строительных лесов, необходимых, чтобы воздвигнуть интеллектуаль-

ное сооружение. После того как оно до определенного уровня построено, леса убирают, а описание сущности созданной конструкции излагают самым простым и доступным языком.

Также оказалось, что хотя основная цель в данном случае аналитическая, большая часть этой работы написана в повествовательном стиле. Частично это объясняется тем, что сюжетная линия, т. е. последовательность развития событий, часто выступает основной путеводной нитью, и в данном случае это помогает лучше объяснить сущность теории. (Например, любые «фундаменталистские» взгляды на экономический кризис, т. е. мнение, что страны в конечном счете получают лишь то, что они заслуживают, следует рассматривать с учетом того, что в сложной ситуации оказались многие, казалось бы, совершенно разные государства, и произошло это совсем недавно, в течение последних нескольких месяцев.) Я также знаю, что сюжетная линия выступает и в качестве контекста, необходимого для любых попыток объяснить происходящее, так как большинство людей вовсе не тратили последние 18 месяцев на то, чтобы внимательно следить, как разворачивалась нынешняя драма. По этой причине далеко не каждый сегодня помнит, что премьер-министр Малайзии Махатхир (Mahathir) сказал в Куала-Лумпуре в августе 1997 года, и связать его слова с тем, что глава администрации Гонконга Дональд Тсанг (Donald Tsang) перестал делать в этой стране через год. Эта книга поможет освежить воспоминания о тех событиях.

Несколько слов о стиле изложения. Авторам, пишущим об экономике, особенно если предмет исследования столь серьезен, часто очень хочется воспользоваться ака-

демическим стилем — такая тенденция действительно существует. События, которыми мы обеспокоены, не просто важны — в некоторых случаях это вопросы жизни и смерти. Именно поэтому слишком часто ученые мужи считают, что следует не просто рассказывать, а торжественно излагать, т. е. использовать наукообразный язык, не допуская никакой неформальности или позволительного легкомыслия. Однако чтобы разобраться в новых и странных феноменах, порой необходимо быть готовым «поиграть» с различными идеями. Я использую здесь слово «поиграть» преднамеренно — серьезные люди, лишенные какой-либо эксцентричности, почти никогда не предлагают новых идей в экономике или где-нибудь еще. Предположим, я сообщаю вам: «Беды Японии на фундаментальном уровне объясняются ее неспособностью адаптироваться, поскольку ее модель роста с основой на государство в качестве посредника приводит к структурной жесткости». На самом деле в этом случае я не сказал ничего полезного, в лучшем случае выразил свое мнение, возможно, совершенно ошибочное, что проблемы очень трудны и для их устранения не годятся легкие решения. Предположим, с другой стороны, что я проиллюстрирую проблемы Японии на поучительном примере взлетов и падений в деятельности одного кооператива, члены которого создали его для присмотра за своими малышами (этим примером в книге мы воспользуемся неоднократно). Может быть, это звучит глупо и такой несерьезный пример даже покажется кому-то из вас оскорбительным, но я преднамеренно пошел на подобную эксцентричность: таким образом гораздо легче направить мышление читателя совсем по другому каналу, благодаря чему, если говорить о рассматриваемой ситуации, про-

блемы Японии возможно решить относительно простым способом. Поэтому не ищите в этой книге академического стиля. Хотя темы, о которых здесь пойдет речь, действительно могут быть самыми серьезными, манера изложения порой будет довольно легкомысленной — все зависит от рассматриваемого вопроса.

Итак, начинаем. Давайте сначала разберемся, каким был наш мир всего несколько лет назад.

«ЦЕНТРАЛЬНАЯ ПРОБЛЕМА РЕШЕНА»

глава 1

В 2003 году Роберт Лукас (Robert Lucas), профессор *University of Chicago* и лауреат Нобелевской премии по экономике за 1995 год, выступил с основной речью на ежегодном собрании Американской экономической ассоциации (American Economic Association). Объяснив, что макроэкономика возникла как ответ на Великую депрессию, он объявил, что последующие годы были периодом развития экономики как науки. «Центральная проблема недопущения депрессии, — заявил он, — решена, если говорить о ней на практическом уровне».

Лукас не утверждал, что делового цикла, т. е. нерегулярно происходящей смены рецессий и подъемов экономической активности, наблюдаемого, по крайней мере, на протяжении последних полутора веков, больше не существует. Но этот цикл, по его мнению, стал в целом «прирученным», причем настолько, что все преимущества его дальнейшего «усмирения», например сглаживание колебаний экономического роста с точки зрения общественного благополучия, уже тривиальны. Был сделан вывод, что наступило время поменять фокусировку и заняться более важным вопросом — долгосрочным экономическим ростом.

Лукас был не единственным участником собрания, заявившим, что задача предотвращения депрессии уже решена. Через год после него Бен Бернанке (Ben Bernanke), в прошлом профессор *Princeton University*, который стал сначала членом совета управляющих Федеральной резервной системы, а вскоре был назначен ее председателем, выступил с весьма оптимистичной речью, озаглавленной «Великое усмирение» (*The Great Moderation*), в которой утверждал, во многом как и Лукас, что современная макроэкономическая политика решила проблему делового

цикла или, если говорить более точно, ослабила ее до такой степени, что теперь она является вопросом скорее частным, нежели требующим первоочередного внимания.

Сегодня, когда бо́льшая часть земного шара оказалась втянутой в жесточайший финансово-экономический кризис, и мы видим, что слишком многое из происходящего напоминает ход событий в 1930-х годах, можно только поразиться, насколько самодовольно звучали эти оптимистичные заявления, тем более что на протяжении 1990-х годов имелись экономические проблемы, напоминающие о Великой депрессии, которые фактически проявились во многих странах, включая Японию — вторую по величине экономику мира.

Правда, в первые годы текущего десятилетия проблемы, имеющие отношение к депрессии, на горизонте Соединенных Штатов даже не возникали, и казалось, что инфляция — бич 1970-х годов, — наконец-то под контролем. Относительно благоприятные экономические новости были вписаны в политический контекст, который поощрял оптимизм: казалось, мир никогда в течение последних 90 лет так не благоприятствовал рыночной экономике.

Триумф капитализма

Эта книга об экономике, но экономика неизбежно существует в рамках общеполитического контекста. Невозможно понять, каким был мир всего несколько лет назад, если не принять во внимание основной фундаментальный политический факт последнего десятилетия предыдущего века — коллапс социализма, и не просто как

правлящей идеологии, но и как идеи, заставившей многих отнестись к ней самым серьезным образом.

Этот коллапс начался, что довольно странно, в Китае. По-прежнему очень трудно понять, почему Дэн Сяопин (Deng Xiaoping) в 1978 году, всего лишь через три года после победы во Вьетнаме коммунистов и через два — после поражения в Китае радикальных маоистов, стремившихся вернуться к культурной революции, направил страну по дороге, ведущей к капитализму. Возможно, этот очень влиятельный в Китае политик и сам не в полной мере осознавал, насколько далеко заведет выбранная им дорога. Остальному же миру, несомненно, потребовалось длительное время, чтобы понять, что миллиард людей так спокойно отказались от марксизма. Фактически еще в начале 1990-х масштабная и глубокая трансформация, происходившая в Китае, адекватно и всесторонне не освещалась в западных СМИ. В бестселлерах того времени мировая экономика была ареной ожесточенной битвы между Европой, Америкой и Японией, а Китай считался, если о нем в то время вообще серьезно задумывались, второстепенным участником — может быть, из-за формирующегося в те годы блока иены.

Тем не менее все чувствовали: в мире что-то совершенно поменялось. И этим «что-то» стал коллапс Советского Союза.

Пока никто до конца не осознал, что на самом деле случилось с советским режимом. Сейчас задним умом мы понимаем, что это была обветшавшая, слабая структура, изначально обреченная на крах. Однако советский строй выстоял в условиях гражданской войны и голода, смог переломить складывавшуюся вначале не в его пользу ситуацию в ходе Великой Отечественной войны и в итоге

победить нацизм, а затем мобилизовал свои научные и промышленные ресурсы, чтобы успешно соперничать с Америкой в гонке за ядерное превосходство. Почему же он прекратил свое существование так внезапно, причем сделал это, не хлопнув напоследок громко дверью, а как-то по-тихому и даже с причитаниями? Такой исход следует рассматривать как одну из великих загадок политической экономии. Может быть, это просто вопрос времени: вполне вероятно, революционная страсть, достигшая такого накала, что люди готовы убить своих оппонентов ради светлого будущего, не может сохраняться на столь высоком градусе дольше нескольких поколений. А может быть, этот режим постепенно был подорван упорным отказом капитализма демонстрировать необходимую для режима степень упадка.

У меня есть на этот счет собственная теория, которая, впрочем, не подтверждается фактами. Я полагаю, что усиление капиталистических экономик Азии постепенно, но тем не менее целенаправленно деморализовало советский режим, заставив его признать, что история человечества в том виде, в каком Советский Союз преподносил ее миру, становилась все менее и менее правдоподобной. Проигранная война в Афганистане, конечно, усилила этот процесс. Свою роль в наступлении краха СССР сыграла и очевидная неспособность советской промышленности продолжать на равных участвовать в гонке вооружения в период правления в США Рональда Рейгана (Ronald Reagan).

Как бы то ни было, в 1989 году коммунистическая империя, простиравшаяся по всей Восточной Европе, неожиданно развалилась, а в 1991-м то же самое произошло

и с самим Советским Союзом. Последствия подобного развития событий, очевидно, почувствовали во всем мире, хотя и по-разному. Однако в любом случае все эти факторы способствовали политическому и идеологическому доминированию капитализма.

Прежде всего это проявилось в том, что несколько сотен миллионов людей, живших в условиях марксистского режима, неожиданно стали гражданами стран, готовых пойти на рыночные изменения. Однако удивительно, что это следствие коллапса советской системы оказалось самым незначительным. Вопреки ожиданиям большинства, «переходные экономики» Восточной Европы не стали значительной силой мирового рынка или объектом для выгодных иностранных инвестиций. Наоборот, в переломный экономический период население этих стран оказалось в очень тяжелом положении. Так, Восточная Германия стала своего рода немецким эквивалентом итальянского юга, т. е. постоянно депрессивным регионом и непрерывным источником социальных и денежных тревог. Только сейчас, спустя почти два десятилетия после падения коммунизма, судьба лишь нескольких стран (Польши, Эстонии и Чешской Республики) начинает казаться успешной. А сама Россия — к удивлению многих — стала мощным источником финансовой и политической нестабильности для всего остального мира. Но рассказ об этой стране давайте оставим до главы 6.

Еще одним прямым следствием коллапса советского режима стало то, что многие правительства, которые в прошлом полагались на щедрые подачки со стороны, теперь стали вынуждены самостоятельно заботиться о своих странах. Когда-то они были объектами идеали-

зации и своего рода идолами для противников капитализма. Теперь некоторые из них — неожиданно и очень быстро — обеднели, и стало понятно, как сильно они зависели от внешней помощи.

Такое развитие событий показало, насколько на самом деле был жизнеспособен социалистический режим. Куба в прошлом нередко воспринималась как страна героического народа, стоящая в одиночку, мобилизуя все свои силы против Соединенных Штатов. Она являлась поистине символом для революционеров всей Латинской Америки — разумеется, намного более привлекательным, чем серая чиновничья бюрократическая масса Москвы. Жалкий, потрепанный вид сегодняшней постсоветской Кубы — это не только крушение прежних иллюзий. Нынешнее положение дел к тому же демонстрирует, что героическая составляющая в прошлом была возможна только благодаря огромным субсидиям, поступавшим от московских бюрократов, и это вызывает у многих болезненные чувства.

То же можно сказать и о Северной Корее. До 1990-х годов ее правительство, несмотря на страх, который внушали некоторые его шаги, имело в глазах радикалов, особенно южнокорейских студентов, некий мистический ореол. Однако когда СССР перестал оказывать этой стране помощь, ее население стало голодать, причем в прямом смысле этого слова, и вся привлекательность северокорейского режима тут же исчезла.

Существует еще один более или менее непосредственный эффект, проявившийся после краха советской системы, — исчезновение многих радикальных движений. Оказалось, что на самом деле они могли действовать только

потому, что Москва предоставляла им оружие, проводила подготовку их участников в специальных лагерях и выделяла им деньги. Европейцы любят указывать на то, что все радикальные террористы 1970-х и 1980-х годов, вроде радикальной организации городских партизан, действовавших под руководством Андреаса Баадера (Andreas Baader) и Ульрики Майнхоф (Ulrike Meinhof) в Германии, или бригад красной армии в Италии, утверждали, что являются истинными марксистами и не имеют никаких контактов с коррупционными старыми коммунистами России. Теперь мы знаем, что на самом деле они очень сильно зависели от помощи, оказываемой им советским блоком, и как только эта помощь прекратилась, куда-то исчезли и сами движения.

Конечно, самое главное заключается в том, что позорный крах Советского Союза привел к крушению социалистической мечты. На протяжении полутора столетий идея социализма «от каждого по способностям, каждому по труду» выступала как интеллектуальная фокальная точка для всех, кому не нравилось, как с ним обращается невидимая рука рынка. Националистические лидеры использовали социалистические идеалы, поскольку под их прикрытием они могли блокировать возврат иностранных инвестиций или отказаться от выплаты иностранных долгов. Лидеры профсоюзов прибегали к риторике социализма, требуя более высоких заработных плат. Даже бизнесмены апеллировали к социалистическим принципам, когда требовали от властей предоставить субсидии или установить тарифы для иностранных конкурентов. Из-за этого правительства, хотя и ориентировались в той или иной степени на свободные

рынки, делали это осторожно, испытывая смущение и демонстрируя стыдливость, поскольку всегда опасались брать на себя слишком большие обязательства, чтобы позволять рынкам самостоятельно определять ход развития событий, так как такая политика воспринималась многими как жестокая, негуманная и антисоциальная.

Но кто теперь может бесстрастно использовать терминологию социализма? Как представитель поколения беби-бума, я могу вспомнить годы, когда идея революции и образы смелых людей,двигающих историю вперед, несомненно, были привлекательны. Теперь все это уже в прошлом: после всех чисток и гулагов Россия остается отсталой и коррумпированной страной — какой она и была всегда. В результате великих прыжков и культурных революций Китай решил, что высшее благо — зарабатывание денег. Конечно, еще существуют радикальные левые, упорно утверждающие, что истинный социализм на самом деле даже еще не был опробован. Есть и более умеренные левые, с более веским обоснованием заявляющие, что можно отвергать марксизм-ленинизм и при этом не обязательно быть сторонником Милтона Фридмана. Однако самое главное другое — исчезла сущность оппозиции капитализму, ее становой хребет.

Впервые после 1917 года мы живем в мире, где права собственности и свободные рынки считаются фундаментальными принципами, а не вынужденными средствами, используемыми для достижения какой-то цели. Неприятные стороны рыночной системы (неравенство, безработица, несправедливость) воспринимаются нами как суровые факты жизни. Точно так же в викторианскую эпоху

капитализм проявлял свою жизнеспособность не только потому, что демонстрировал свою успешность, которая, как мы все видим, являлась реальной, но и потому, что никто не мог предложить какой-либо приемлемой альтернативы.

Такая ситуация не станет сохраняться вечно. Разумеется, со временем будут предложены другие идеологии, возникнут другие мечты, и это произойдет быстрее, если нынешний экономический кризис окажется длительным и глубоким. Однако на сегодняшний день миром безоговорочно правит капитализм.

«Приручение» делового цикла

Основными врагами капиталистической стабильности всегда были и остаются война и депрессия. Война — и об этом, конечно, необходимо еще раз сказать — никуда не исчезла. Однако войны, которые почти привели капитализм к концу в середине XX века, были гигантскими конфликтами между самыми мощными странами, и в наши дни вряд ли можно представить, что нечто подобное реально в предсказуемом будущем.

А что насчет депрессии? Великая депрессия почти уничтожила и капитализм, и демократию и в значительной степени способствовала развязыванию последовавшей после нее Второй мировой войны. Однако после ее окончания в промышленно развитом мире было целое поколение успешного экономического роста, в течение которого рецессии были короткими и мягкими, а периоды восстановления — мощными и устойчивыми. К концу 1960-х Соединенные Штаты так долго жили без рецессий, что экономисты устраивали конференции, которые назы-

вались приблизительно так: «Не устарело ли понятие делового цикла?»

Как оказалось, постановка этого вопроса была преждевременной: 1970-е стали десятилетием «стагфляции», т. е. комбинации экономического спада и инфляции. А за двумя энергетическими кризисами, в 1973 и 1979-м годах последовали самые серьезные рецессии, начиная с 1930-х. Однако к 1990-м некоторые экономисты и политики начали снова задавать упоминавшийся выше вопрос. И как мы уже видели, несколько лет назад Роберт Лукас и Бен Бернанке уверенно заявили, что, хотя экономика продолжает периодически сталкиваться с неудачами, времена по-настоящему серьезных рецессий, не говоря уже об общемировых депрессиях, остались в прошлом.

Как можно оценить подобные убеждения, особенно если учесть, что в последние годы экономика действительно не сталкивалась ни с одной крупной рецессией? Чтобы ответить на этот вопрос, нам необходимо обратиться к теории и разобраться, что такое вообще деловой цикл. В частности, давайте выясним, почему рыночные экономики сталкиваются с рецессиями.

Чем бы вы ни занимались, не считайте, что ответ в данном случае является очевидным: рецессии происходят из-за X , где X — любая причина, которая вам больше понравится. Истина заключается в следующем: если вы рассуждаете таким образом, особенно если вы уверены, что рынки обычно управляют происходящим так, чтобы спрос и предложение были согласованными, то рецессия становится действительно очень специфическим событием. Во время экономического спада, особенно серьезного, создается впечатление, что предложений

очень много, а спроса практически нет. Имеются люди, готовые работать, но работы для них нет, есть отличные предприятия, но заказов для них не находится, магазины распахивают свои двери, но покупателей в них мало. Сказанного уже достаточно, чтобы понять, что может наблюдаться нехватка спроса на какие-то конкретные товары: скажем, производители выпустили много кукол Барби, но оказалось, что вместо них потребители сейчас больше хотят модную в наши дни модель Братц, и тогда часть произведенных Барби может оказаться непроданной. Но как спрос на товары в целом может быть слишком низким? Разве люди не станут тратить свои деньги хотя бы на что-то?

Частично проблема, рассматриваемая при обсуждении рецессий, связана с тем, что трудно составить правильную картину того, что происходит во время экономического спада, если пытаться свести все происходящее к масштабам отдельного человека. У меня есть любимая история, которую я часто рассказываю, для того чтобы объяснить, в чем сущность рецессий и как действует «насос интуиции» моего мышления. (Те, кто читал мои предыдущие книги, уже слышали об этом понятии.) Это правдивая история, хотя в главе 3 я использую вымышленный пример, чтобы попытаться объяснить сущность трудностей, с которыми сталкивается Япония. Она рассказана в статье Джоан и Ричарда Суини (Joan and Richard Sweeney), опубликованной в 1978 году под названием «Теория денег и великий кризис, который произошел в кооперативе “Кэпитэл-Хилл”, созданном для присмотра за малышами» (*Monetary Theory and the Great Capitol Hill Babysitting Co-op Crisis*). Пожалуйста, не смейтесь над этим названием: здесь все очень серьезно.

В 1970-х Суини были членами, как это ни удивительно, кооператива беби-ситтеров, ассоциации молодых пар. В этом случае люди, чья работа в основном была связана с Конгрессом¹, объединились, так как были готовы время от времени посидеть с детьми других пар. У этого кооператива была одна особенность, отличавшая его от других аналогичных организаций: он был необычно крупным, в него входили 150 пар. Это означало, что имеется не только множество потенциальных беби-ситтеров, но и возможность организовать управление предоставляемыми услугами, в том числе добиться, чтобы каждая пара вносила в общее дело свою долю и чтобы эта доля была справедливой — это вовсе не такой тривиальный вопрос, каким он может показаться. Как и многие другие подобные институты (и в других ситуациях, когда используются бартерные схемы), кооператив «Кэпитэл-Хилл» столкнулся с проблемой, связанной с «эмиссией валюты» — учетных сертификатов. В этом качестве использовались купоны: один купон предоставлял его владельцам право на получение услуги присмотра за малышом в течение одного часа. После того как беби-ситтеры заканчивали работу, они получали от «работодателей», т. е. родителей своего подопечного, соответствующее количество купонов — в зависимости от затраченного на эту услугу времени. Эта система, по замыслу организаторов, гарантировала, что никто не сможет увиливать от выполнения своих обязанностей: в течение определенного времени каждая пара воспользуется этой услугой в таком же объеме, в каком окажет ее сама.

¹ Отсюда, вероятно, и название кооператива. — *Примеч. пер.*

Но в реальной жизни все было не так просто. Оказалось, для того, чтобы система работала гладко, требуется достаточное количество «валюты» в обороте. Пары, у которых было несколько свободных вечеров подряд и которые не планировали в ближайшее время куда-нибудь отправиться, пытались набрать побольше талонов на будущее. Это накопление, естественно, приводило к сокращению числа купонов у других, хотя со временем каждая пара в среднем, скорее всего, хотела бы иметь достаточно купонов, чтобы при необходимости воспользоваться ими несколько раз между теми периодами, когда они сами выступают в роли беби-ситтеров. «Эмиссия» купонов в кооперативе «Кэпитэл-Хилл» оказалась сложным делом: люди получали их после вступления в члены организации, и предполагалось, что при выходе из кооператива и возврате купонов им выдадут определенную сумму. Кроме того, за полученные купоны выплачивались деньги, которые шли на оплату работы нескольких штатных служащих кооператива и покрытие других расходов, возникающих в ходе его работы. Эти детали в данном случае не важны. Самое главное в контексте рассматриваемой здесь темы другое — наступило время, когда в обороте осталось мало купонов, слишком мало для фактического удовлетворения потребностей кооператива.

Этот результат оказался интересным. Пары, считавшие, что у них недостаточно купонов, были готовы посидеть с другими детьми и не спешили сами куда-нибудь отправляться. С другой стороны, решение кого-либо из членов кооператива отправиться по своим делам создавало возможность для других выступить в качестве беби-ситтеров. Но в целом отыскивать возможности для предоставления такой услуги было трудно, что в свою оче-

редь заставляло пары еще более неохотно использовать свои купоны, оставляя их лишь для особых случаев. Из-за этого возможностей для предоставления услуг становилось еще меньше. Словом, образовался порочный круг сокращения.

Если очень коротко описать положение дел, сложившееся в жизни кооператива, то там наступила рецессия.

Давайте на некоторое время прервем рассказ и посмотрим на описываемую ситуацию извне. Что вы думаете об этой истории?

Если вы озадачены, потому что ожидали, что в этой книге речь пойдет об общемировом экономическом кризисе, а не об организации, присматривающей за детьми, то вы не поняли главного. Единственный способ разобраться в любой сложной системе — идет ли речь о глобальной погоде, или о глобальной экономике — попробовать ее на моделях, т. е. на упрощенных конструкциях, которые помогут понять, как все работает. Иногда модели состоят из систем уравнений, иногда это компьютерные программы (например, моделирование, по результатам которого вы получаете ежедневные прогнозы погоды). Иногда они похожи на самолетики, которые конструкторы используют в аэродинамических трубах, т. е. небольшие по размерам прототипы реальных вещей, которые легче наблюдать и с которыми удобнее проводить эксперименты. Кооператив «Кэпитэл-Хилл» также можно считать миниатюрной экономикой. Он и на самом деле является самой небольшой экономикой из тех, которые могут столкнуться со спадом. То, что в нем произошло, *было настоящей рецессией*. Подобно тому, как подъемная сила, создаваемая крыльями модели самолета, является настоящей подъемной силой, или как поведение этой модели помо-

гает проектировщикам лучше разобраться, как будет функционировать авиалайнер-гигант, удаchi и трудности кооператива помогут нам понять, почему полномасштабные экономические системы добиваются успеха или терпят неудачу.

Если вы не столько удивлены приведенным примером, сколько оскорблены, поскольку считали, что мы с вами должны обсуждать важные вопросы, а вместо этого вам рассказывают небольшие притчи о вашингтонских умниках, то винить в этом вы должны лишь себя. Не забывайте, что уже в предисловии я предупредил: во времена, вроде нынешних, эксцентричность, готовность поиграть с идеями — это не просто желание развлечься, а важнейший элемент поиска ответов. Никогда не доверяйте проектировщику самолетов, если он отказывается поиграть с моделями воздушных судов, и никогда не доверяйте экономическому гуру, если он выступает против использования моделей экономики.

Так случилось, что рассказ о кооперативе беби-ситтеров стал лучшим инструментом для понимания проблем экономики реального мира, которые сами по себе никак нельзя назвать эксцентричными. Теоретические модели, используемые экономистами и в основном состоящие из математических структурных компонентов, часто выглядят гораздо более сложными, чем приведенный выше пример, однако обычно их уроки можно передать в виде простых выводов, вполне похожих на результаты кооператива «Кэпитэл-Хилл». Если же эти модели не позволяют сделать такие выводы, часто это свидетельствует о том, что с ними что-то неладно. В данной книге я буду возвращаться к истории этого кооператива несколько раз в самых разных контекстах. Сейчас же давайте рассмотрим два

важнейших следствия этой истории: одно касается того, как рецессии могут происходить, а другое — того, что делать в этом случае.

Во-первых, почему кооператив беби-ситтеров оказался в состоянии рецессии? Она возникла не потому, что его члены плохо выполняли свои обязанности — может быть, такое и бывало, а может быть, и нет, но это совершенно другой вопрос. В данном случае рецессия произошла и не потому, что у членов кооператива были какие-то особые ценности, характерные только для «Кэпитэл-Хилл», и не из-за того, что там имелись случаи предпочтения, когда заказы на услугу по присмотру за детьми в первую очередь предоставлялись приятелям. Произошедшее нельзя объяснить и тем, что кооператив не смог скорректировать меняющиеся технологии, связанные с этой услугой, так же хорошо, как это сделали конкуренты. Словом, проблема была вызвана вовсе не тем, что «Кэпитэл-Хилл» не смог производить свою «продукцию», а всего лишь нехваткой «платежеспособного спроса»: его реальную продукцию (время по предоставлению услуг беби-ситтеров) запрашивали слишком мало, потому что люди в первую очередь пытались накапливать «наличные» (купоны на предоставление услуг). Этот урок полезен и для понимания более широкого реального мира, поскольку ваша зависимость от неблагоприятного хода делового цикла может не иметь ничего общего с вашими собственными фундаментальными экономическими сильными и слабыми сторонами, т. е. плохие вещи могут случаться и с хорошими экономиксами.

Во-вторых, интересно узнать, какой выход предложили из сложившейся ситуации? Суини рассказывают, что было довольно трудно убедить управляющий совет

кооператива «Кэпитэл-Хилл», в состав которого в основном входили юристы, что проблема в сущности является технической и что ее решение довольно просто. Первоначальный подход наемных служащих кооператива к сложившемуся положению экономисты называли бы структурной проблемой, требующей непосредственных действий: вначале было установлено правило, в соответствии с которым каждая пара *должна была* по крайней мере дважды в месяц «выходить в люди» и, соответственно, делать заказ на получение услуги присмотра за их ребенком. Однако в конце концов верх одержали экономисты, в результате чего возросло предложение купонов. Результаты оказались магическими: пары, имеющие самые большие запасы купонов, теперь хотели воспользоваться услугами других, что увеличивало возможности для предоставления услуг присмотра за детьми, благодаря чему и другие пары стали охотнее пользоваться этой услугой, т. е. «колесо закрутилось» в другую сторону. Рост валового беби-ситтерского продукта кооператива, измеряемого в часах предоставления этой услуги, резко пошел вверх. Опять же это произошло не потому, что пары стали лучше предоставлять услуги в качестве беби-ситтеров и не потому, что кооператив осуществил какую-то фундаментальную реформу применяемого процесса — все это случилось лишь благодаря тому, что исправили барахливший до того механизм обращения «валюты». Другими словами, с рецессиями можно бороться простым способом — эмиссией денег, после чего эти болезни иногда (и даже обычно) могут излечиваться, и на удивление легко.

Разобравшись в этом вопросе, давайте вернемся к деловому циклу, имеющему место в масштабах всего мира.

Экономика даже небольшой страны, конечно, намного сложнее, чем организация деятельности кооператива, предоставляющего услуги по присмотру за детьми. Помимо прочего, люди в «большом мире» тратят деньги не только на свои нынешние удовольствия, но и на инвестиции в будущее (представьте, что члены кооператива хотели бы получать услуги, не только непосредственно связанные с заботой о своих малышах, но и, к примеру, со строительством новой игровой площадки). К тому же в «большом мире» есть рынок капитала, где за определенную плату (в виде процентных платежей) можно получить свободные наличные средства, и это могут сделать все, кто сейчас в этих средствах нуждается. Однако сущность от этого не меняется: рецессия — это обычно проблема, вызванная тем, что люди стараются в первую очередь накапливать средства (или, что то же самое, сберегать больше, чем они инвестируют), и в нормальных условиях затруднения этого рода можно устранить простой эмиссией дополнительного числа «купонов».

Эмиссией «купонов» в современном мире занимаются институты, известные как центральные банки: Федеральная резервная система, Европейский центральный банк, Банк Японии и т. д. Именно на них возложена обязанность обеспечивать плавный ход экономики, добавляя необходимые для этого денежные средства или, наоборот, сокращая их количество в обороте.

Но если все так легко, почему мы регулярно сталкиваемся с резкими экономическими спадами? Почему центральные банки не всегда печатают достаточное количество денег, чтобы занять всех нас в полной мере на рынке труда?

Если объяснять ситуацию просто, до Второй мировой войны политики не имели никакого представления о том, что они должны делать в подобных условиях. В наши дни экономисты практически всех направлений, от Милтона Фридмана до левого крыла, соглашаются, что Великая депрессия была вызвана коллапсом платежеспособного спроса и что Федеральной резервной системе следовало бы бороться с возникшим резким спадом крупными инъекциями денег в экономику. Но в то время такого, как сегодня, общепризнанного представления о том, что надо делать, не было. Более того, многие выдающиеся экономисты той эпохи разделяли мнение, характерное для своего рода нравственного фатализма: депрессия рассматривалась как неизбежное последствие предыдущих успехов в экономике и даже как полезный оздоровительный процесс: подъем, утверждал Йозеф Шумпетер (Joseph Schumpeter), «полезен, если только он происходит сам собой. А при любом восстановлении, являющемся всего лишь результатом искусственных стимулов, остается часть работы, которую депрессия не выполнила, что добавляет к прежним неудачам адаптации свои собственные, которые также должны быть ликвидированы, а это угрожает бизнесу в будущем следующим (и еще более тяжелым) кризисом».

Подобный фатализм после Второй мировой войны исчез, и в течение поколения большинство стран даже не пытались активно управлять деловым циклом, хотя и делали это, как считалось, успешно: рецессии обычно проходили мягко, а работы было много. К концу 1960-х многие специалисты и политики начали считать, что деловой цикл больше не является для страны крупной проб-

лемой. Президент США Ричард Никсон (Richard Nixon) даже пообещал провести «тонкую настройку» всей экономики.

Такой период, конечно, был отражением высокомерного отношения к происходящему, и в 1970-е годы трагическая ошибка политики полной занятости стала очевидной. Если центральный банк испытывает излишний оптимизм по поводу того, сколько рабочих мест можно создать, если он вводит в обращение слишком много денег, результатом становится инфляция. А после того как инфляция делается частью ожиданий широкой общественности, так как люди к ней привыкают, удалить ее из системы можно только в период высокой безработицы. Добавьте к этому тот или иной внешний шок, неожиданно повышающий цены, как это произошло с удвоением цен на нефть, и вы получите рецепт тяжелого, хотя и не депрессионного по масштабам экономического спада.

Но к середине 1980-х инфляция опустилась до вполне терпимого уровня, нефти на рынке предлагалось в избытке, и главы центральных банков в конце концов начали управлять экономикой твердой, как им казалось, рукой. К тому же шок, через который прошла экономика, усилил чувство, что мы, наконец-то, разобрались во всей механике происходящего. В 1987 году, например, случился крах фондового рынка США: всего за один день снижение по масштабам было таким же, как и в первый день краха в 1929-м. Но на этот раз Федеральная резервная система срочно закачала денежные средства, в результате чего темпы роста реальной экономики даже не снизились, а индекс Доу вскоре восстановился до прежнего уровня. В конце 1980-х главы центральных банков, обеспокоенные прежде всего небольшим ростом инфляции, упустили

из виду сигналы, свидетельствующие о нарастающей рецессии, и опоздали с принятием мер противодействия ей. Но, хотя эта рецессия стоила Джорджу Бушу-старшему (George H. W. Bush) президентского места, в конце концов было использовано проверенное лекарственное средство, после чего Соединенные Штаты вошли в очередной период устойчивого роста. К концу 1990-х годов складывалось впечатление, что можно с уверенностью утверждать: деловой цикл если и не устранен абсолютно, то, по крайней мере, в значительной степени «приручен». В основном с такими заявлениями выступали менеджеры, отвечающие за денежные потоки.

Никогда прежде главы центральных банков не пользовались столь мистически непререкаемой репутацией, как Алан Гринспен (Alan Greenspan). В те годы возникло ощущение, что базовая структура экономики изменилась настолько, что процветание, скорее всего, будет продолжаться и дальше.

Технология как спаситель

В строго технологическом смысле можно утверждать, что современная информационная эпоха началась в тот момент, когда *Intel* предложила на рынке микропроцессор — «мозги» компьютера — в виде одного чипа, а это случилось в 1971 году. К началу 1980-х начали широко распространяться продукты, благодаря которым эта технология стала известна многим пользователям — факс-аппараты, видеоигры и персональные компьютеры. Но в то время она вовсе не воспринималась как революционная. Большинство людей исходили из того, что в информационных отраслях будут продолжать доминировать

крупные бюрократические по своей природе компании, вроде IBM, или что все новые технологии в конечном счете пройдут тот же путь, что и продукты Intel, т. е. изобретениями будут заниматься талантливые смысленные американцы, а их трансформацией в то, что можно продать, — безликие для нас японские производители.

И только к 1990-м годам прошлого века стало понятно, что информационные отрасли резко изменили облик и сущность всей нашей экономики.

Даже сейчас можно высказывать скептические мнения о том, насколько крупными в итоге будут экономические преимущества, достигнутые за счет информационных технологий. Однако никто не станет отрицать, что новые технологии оказали более сильное и очевидное для всех влияние на то, как мы работаем, чем что-либо еще за предыдущие 20 или 30 лет. Типичный современный американский рабочий теперь трудится в офисе. С 1900-х по 1980-е годы это место работы оставалось в основном статичным: основными элементами канцелярского «пейзажа» были пишущие машинки, шкафы с папками, бумажки со списками неотложных дел и люди, собиравшиеся на совещания. (Не будем забывать, что копировальный аппарат Xerox действительно позволил навсегда покончить с копировальной бумагой.) Затем все неожиданно изменилось, причем достаточно быстро: появились соединенные друг с другом сетями персональные компьютеры, электронная почта и Интернет, видеоконференции и удаленная работа. Это были, несомненно, изменения качественного характера, вызвавшие ощущение крупного прогресса, которого одни только количественные улучшения обеспечить бы не смогли. И это чувство прогресса способствовало возвращению оптимизма в отношении капитализма.

Более того, новые отрасли вернули дух, который можно, наверное, назвать романтикой капитализма, и образ героического предпринимателя, способного создать более совершенную мышеловку и благодаря этому заслуженно получающего свою награду — богатство. Такое происходило впервые после времен Генри Форда (Henry Ford), героическая фигура которого, кажется, становится все более мифической. В экономике начали все больше доминировать гигантские корпорации, управляемые не романтическими новаторами, а бюрократами, в качестве которых с таким же успехом могли выступать и правительственные чиновники. В 1968 году Джон Кеннет Гэлбрейт (John Kenneth Galbraith) писал: «С появлением современной корпорации — организации, необходимой для современной технологии, а также с усилением разрыва между собственником капитала и управляющим на зрелом промышленном предприятии прежнего предпринимателя в виде отдельного человека больше не существует». Кто в таких условиях мог высказывать энтузиазм в отношении капитализма, в большей или меньшей степени напоминавшего социализм, но без справедливости последнего?

Однако информационные отрасли потрясли сложившийся порядок дел в промышленности. Как и в XIX веке, экономическая история стала определяться действиями отдельных выдающихся личностей — мужчин (иногда и женщин), у которых возникала привлекательная идея, разработкой которой они занимались у себя в гараже или на кухонном столе, а после ее реализации поражали своим богатством. Бизнес-журналы в то время стало интересно читать. Истории успеха в бизнесе захватывали дух — такой атмосферы не наблюдалось более столетия.

Все это создавало благотворную почву для идей свободного рынка. Сорок лет назад защитники свободного предпринимательства сталкивались с проблемой положительного имиджа: когда они произносили «частное предприятие», большинство людей сразу же начинали думать о *General Motors*. Когда же произносили слово «бизнесмен», у многих сразу же возникал образ человека в сером шерстяном костюме. Однако в 1990-х в общество снова вернулась прежняя идея, что богатство — продукт добродетели или, по крайней мере, креативности.

Но что действительно подпитывало экономический оптимизм, так это замечательным образом распространившееся ощущение благополучия и процветания, и не только в промышленно развитых странах (где налоговые льготы на самом деле были не так широко распространены, как мы этого, возможно, хотели), но и во многих государствах, которые еще совсем недавно считались экономически безнадежными.

Плоды глобализации

Термин «третий мир» первоначально появился для обозначения феномена, которым можно было бы гордиться: Джавахарлал Неру (Jawaharlal Nehru) предложил его для названия стран, сохранивших свою независимость и объединившихся, чтобы не присоединяться ни к Западу, ни к Советскому Союзу. Однако достаточно быстро политические намерения уступили место экономическим реалиям: понятие «третий мир» стало означать отсталость, бедность и невысокую степень развитости. Другими словами, этот термин получил побочный оттенок своего первоначального значения, ассоциируясь

не столько со справедливыми запросами, сколько с безнадёжностью.

Такое положение дел в значительной степени изменила глобализация: после передачи технологий и капитала из стран с высокой заработной платой в страны с низкой начался рост экспорта из стран третьего мира с интенсивным использованием труда.

Довольно трудно вспомнить, как выглядел мир до глобализации. Давайте попробуем на какое-то время перевести стрелки воображаемых часов назад и посмотрим, каким был третий мир всего поколение до того (впрочем, во многих странах он остаётся таким и сегодня). Хотя в те дни быстрый экономический рост горстки небольших государств из Восточной Азии начал привлекать внимание, другие развивающиеся страны, вроде Филиппин, Индонезии или Бангладеш, по-прежнему оставались экспортёрами сырья и импортёрами готовой продукции. Небольшие неэффективные производственные секторы в этих странах обслуживали лишь национальные рынки, защищённые импортными квотами, но для них рабочих рук требовалось немного. В то же время рост населения заставлял крестьян, испытывавших огромную нужду, переходить к обработке земель, все менее пригодных для сельскохозяйственных работ, или отыскивать средства для обеспечения жизни любыми возможными способами, например, сортируя горы мусора в надежде отыскать что-то для себя полезное.

Из-за весьма ограниченных возможностей заработка в Джакарте или Маниле можно было нанять работников за гроши. Но к середине 1970-х дешёвый труд уже не позволял развивающимся странам конкурировать на мировых рынках и получать готовые товары. Явно выражен-

ные преимущества промышленно развитых стран (их инфраструктура и технические ноу-хау, намного более крупный масштаб рынков и близость к поставщикам ключевых компонентов, политическая стабильность и невидимая внешне, но тем не менее важнейшая социальная адаптация, необходимая для эффективного функционирования экономики) перевешивали, по-видимому, 10- или даже 20-кратный разрыв в ставках заработной платы. Даже радикалы, казалось, отчаялись перебороть эти укоренившиеся преимущества: в 1970-х годах потребности в установлении нового международного экономического порядка были в основном связаны с попытками повысить цену сырья, а не со стремлением вывести страны третьего мира на уровень современных промышленных государств.

А затем вдруг что-то изменилось. Сложившаяся комбинация факторов, которую мы до сих пор не до конца поняли, а именно снижение тарифных барьеров, улучшение телекоммуникаций и появление дешевого авиатранспорта, заметно снизила недостатки производства в развивающихся странах. При прочих прежних условиях пока еще лучше заниматься производством в промышленно развитых странах (так называемом первом мире): хорошо известны истории некоторых фирм, которые перевели свое производство в Мексику или Восточную Азию, но затем, после того как испытали на себе трудности ведения бизнеса в странах третьего мира, решили вернуться. Такой сценарий был в свое время достаточно типичным, но имеется и множество примеров отраслей, в которых низкая заработная плата обеспечивала развивающимся странам существенное конкурентное преимущество и позволяла с успехом прорываться на мировые рынки.

Государства, которые в прошлом зарабатывали себе на жизнь, продавая джут или кофе, начали выпускать рубашки и кроссовки.

Работники на фабриках, где производятся эти рубашки и кроссовки, неизбежно получают очень мало и знают, что им придется трудиться в очень плохих условиях. Я сказал «неизбежно», поскольку их работодатели занимаются бизнесом вовсе не ради сохранения здоровья этих людей — они пытаются платить им очень мало, и этот минимум определяется лишь другими возможностями труда, доступными для этих работников. Во многих случаях эти страны все еще остаются очень бедными.

Однако в тех государствах, где начали формироваться новые экспортные отрасли, все-таки происходит улучшение жизни обычных людей, и этот процесс очевиден. Частично он объясняется тем, что растущая отрасль должна предлагать работникам заработную плату, более высокую по сравнению с другими местами, чтобы побудить их работать на ее предприятиях. Однако более важно то, что рост промышленности и связанных с ней других видов работ, которые создают новый экспортный сектор, оказывает волновой эффект, распространяющийся по всей экономике. Обработка земли перестала быть приоритетом, заработная плата в сельском хозяйстве выросла. Количество горожан, всегда беспокоящихся о сокращении рабочих мест, уменьшилось, и поэтому фабрики начали конкурировать друг с другом за работников, в результате чего зарплаты в городах также стали больше. В странах, где этот процесс происходит уже достаточно давно, в частности в Южной Корее или на Тайване, заработные платы уже достигли уровней, приближающихся к развитым государствам. (В 1975 году средняя часовая

ставка оплаты в Южной Корее составляла всего 5% часовой ставки в Соединенных Штатах. К 2006 году она повысилась до 62%.)

Преимущества экономического роста, обусловленного экспортом, для основной массы населения в экономически развивающихся странах были вовсе не гипотетическими. Такое государство, как Индонезия, по-прежнему настолько бедно, что прогресс там можно измерять в количестве еды, которую в среднем получает человек. Однако с 1968 по 1990 год в расчете на жителя этой страны потребление еды выросло с 2 тыс. до 2 тыс. 700 калорий в день, а продолжительность жизни увеличилась с 46 до 63 лет. Подобные улучшения можно наблюдать во всех странах Тихоокеанского региона и даже в таких местах, как Бангладеш. Они произошли не из-за того, что люди с Запада осуществили свои добрые намерения и что-то сделали, чтобы помочь местным жителям — наоборот, иностранная помощь, которая никогда не была слишком существенной, в 1990-х годах фактически вообще прекратилась. Не было это и результатом продуманной политики национальных правительств, которые, о чем нам постоянно активно напоминают, оставались бесчувственными к нуждам населения и коррумпированными, впрочем, как всегда. Все происходящее — это косвенный и не планировавшийся специально результат действий бездушных мультинациональных корпораций и алчных местных предпринимателей, чьим единственным интересом было получение прибыли благодаря дешевому труду. Конечно, в данном случае нельзя говорить, что людям был преподан поучительный урок, но, независимо от того, каковы были базовые стимулы всех так или иначе участвовавших в этих процессах, в конце концов сотни

миллионов перешли от предельной бедности к уровню, который во многих случаях продолжает оставаться ужасающим, но тем не менее явно намного выше предыдущего.

Этот процесс, конечно, можно приписать капитализму, и сделать это вполне обоснованно. Социалисты в течение длительного времени обещали развитие. Были времена, когда страны третьего мира относились к сталинским пятилеткам как к образцу того, как отсталые государства должны действовать в условиях XX века. И даже после того, как Советский Союз утратил ауру прогрессивности, многие интеллектуалы продолжали верить, что бедные страны могут надеяться вырваться из западни нищеты, в которой они оставались длительное время, только если не допустят конкуренции с более развитыми государствами. Однако к 1990-м появились другие ролевые модели, показывающие, что быстрое развитие все-таки возможно, и оно достигается не через социалистическую изоляцию, которой в свое время многие так гордились, а наоборот, путем интеграции, насколько это возможно, в глобальный капитализм.

Скептики и критики

Далеко не все были довольны тем состоянием мировой экономики, в каком она находилась после краха коммунизма. Хотя в Соединенных Штатах наблюдалось явное процветание, в других промышленно развитых экономиках было много трудностей. Япония так и не восстановилась после того, как в начале 1990-х лопнул пузырь ее экономики, а Европа по-прежнему страдала от «евроскле-

роза», сохранения высоких уровней безработицы, особенно среди молодых, даже в периоды экономических оживлений.

Но и в Соединенных Штатах далеко не все получили свою долю общего процветания. Преимущества роста и там распределялись неравномерно: неравенство и в богатстве, и в доходах возросло до уровня, невиданного во времена Великого Гэтсби¹, на самом деле реальная заработная плата у многих работников, по официальным данным, не выросла, а сократилась. Даже если скептически относиться к этим цифрам, было совершенно очевидно, что при всем прогрессе американской экономики, по крайней мере 20 или 30 млн жителей США оставались за бортом всеобщего благополучия: при распределении общего пирога им доставалось очень мало.

Некоторые люди понимали, что вокруг них творятся безобразия. Низкая заработная плата и плохие условия труда в экспортирующих отраслях третьего мира часто приводили к возникновению морального осуждения: ведь в конце концов, по стандартам первого мира работники в этих странах, несомненно, владели жалкое существование, и эти критики не хотели принимать аргумент, что плохие рабочие места и низкие заработные платы — это все-таки лучше, чем отсутствие какой бы то ни было работы вообще. Гуманитарии при этом указывали — и этот довод был более обоснованным, чем предыдущий, — что отдельные огромные территории мира совершенно не получают никаких плодов глобализации. В частности, Африка по-прежнему оставалась континентом предельной

¹ Герой одноименного романа Ф.С. Фицджеральда, действие которого происходит в США в 20-е годы XX века. — Примеч. пер.

бедности, широко распространенных болезней и жесточайших конфликтов.

И как всегда, появлялись пророки, предрекающие приближение огромной катастрофы. Людей, предсказывавших возникновение новой депрессии, развитие которой может начаться в любой день, было в избытке с 1930-х годов, однако здравомыслящие аналитики научились не воспринимать подобные предупреждения серьезно. Именно поэтому в Латинской Америке в первой половине 1990-х в основном игнорировались события, развивавшиеся по зловещему сценарию и, как мы сейчас знаем, ставшие сигналом возможности возврата к депрессивной экономике.

**ПРОИГНОРИРОВАННОЕ
ПРЕДУПРЕЖДЕНИЕ:
КРИЗИС В ЛАТИНСКОЙ
АМЕРИКЕ**

глава 2

Давайте представим, что мы играем в ассоциации. Один человек говорит слово или фразу, а другой, как требуется по условиям этой игры, должен немедленно отреагировать, т. е. рассказать, о чем он подумал, когда это услышал. Давайте также представим, что мы играем с опытным международным банкиром, финансовым служащим или экономистом. До последнего времени, а в некоторых случаях и даже сейчас, если вы скажете «финансовый кризис», ваш партнер по игре почти неизбежно ответит «Латинская Америка».

На протяжении нескольких поколений почти все страны этого региона были подвержены валютным кризисам, банковским крахам, вспышкам гиперинфляции и всем другим денежным болезням, известным современному человечеству. Слабые правительства, избираемые демократическим путем, сменялись жесткими военными, но и те, и другие пытались получить поддержку у населения, используя для этого популистские программы, выполнить которые на самом деле они не могли себе позволить. Стараясь их профинансировать, органы власти либо прибегали без должного обоснования к займам у иностранных банкиров, что в конце концов приводило к кризису платежного баланса и дефолту, либо призывали на помощь печатный станок, и тогда через какое-то время в стране начиналась гиперинфляция. В настоящее время, когда экономисты рассказывают об опасностях «макроэкономического популизма», используя для этого поучительные примеры, своего рода притчи, и объясняют, почему деньги могут оказаться плохими (ситуаций здесь множество), гипотетической валютой в этих примерах нередко называется песо.

К концу 1980-х годов стало казаться, что Латинская Америка наконец-то усвоила полученные ею уроки. Хотя лишь немногие граждане этого континента с восхищением отнеслись к жесточайшей политике Аугусто Пиночета (Augusto Pinochet), экономические реформы, предпринятые им в Чили, оказались очень успешными и продолжали реализовываться в 1989 году, когда Чили вернулась к демократической форме правления. Ее возврат к викторианским добродетелям — здоровым деньгам и свободным рынкам — начал выглядеть все более привлекательно после того, как темпы роста благосостояния здесь становились все более высокими. Более того, из-за прежних приемов, применявшихся в этом регионе, многие страны оказались, как создавалось впечатление, в тупике: долговой кризис в Латинской Америке, который начался в 1982 году, продолжался на протяжении большей части того десятилетия, после чего стало ясно, что снова прогрессировать региону позволят только самые радикальные изменения в политике.

После этого здесь начались реформы. Принадлежавшие государству компании были приватизированы, ограничения на импорт сняты, бюджетные дефициты сокращены. Приоритетом стал контроль инфляции. Как мы увидим ниже, некоторые страны, чтобы восстановить доверие к своей валюте, пошли на очень решительные меры. Их усилия были быстро вознаграждены, и не только в виде возросшей эффективности, но и в виде восстановленного доверия иностранных инвесторов. Опять стали привлекательными объектами и любимцами международных рынков страны, которые вели себя в 1980-е годы как финансовые парии¹

¹ Низшая каста в Индии, иначе: отверженные, угнетенные. — Примеч. науч. ред.

(еще в 1990 годы кредиторы хотели получить от Латинской Америки свои долги и продавали свои требования к странам из этого региона инвесторам, в меньшей степени опасавшимся рисков, получая за них в среднем только 30 центов на доллар). Это вызвало приток сюда таких больших денег, что прежние банковские займы, из-за которых возник первоначальный долговой кризис, на их фоне казались незначительными. Международные СМИ начали говорить о «новой» Латинской Америке, особенно выделяя «мексиканское чудо». В сентябре 1994 года в ежегодный отчет о мировой конкурентоспособности для конференции в Давосе было включено специальное послание героя того времени, президента Мексики Карлоса Салинаса (Carlos Salinas).

Однако всего через три месяца после этого Мексика столкнулась с самым серьезным за всю свою историю финансовым кризисом. Так называемый текиловый кризис породил одну из самых серьезных с точки зрения силы воздействия на отдельную страну рецессий начиная с 1930-х годов. Через какое-то время волны этого кризиса распространилась по всей Латинской Америке, вызвав реальную опасность краха банковской системы в Аргентине. При ретроспективном анализе «текиловый» кризис следовало рассматривать как предзнаменование, предупреждение о том, что хорошее мнение о рынке может оказаться ненадежным свидетельством об истинном положении дел, что нынешний позитив в деловой прессе не гарантирует, что завтра вы не столкнетесь с кризисом доверия.

Однако это предупреждение было проигнорировано. Чтобы понять, почему это произошло, необходимо разобратся с сущностью этого крупного кризиса Латинской

Америки, история которого почему-то странным образом не привлекла большого внимания.

Мексика: начиная с 1980-х годов

Вряд ли кто-то мог бы назвать правительство Мексики несовременным. Внутренний круг советников президента составляли так называемые *Científicos*¹ — хорошо образованные молодые люди, стремившиеся к тому, чтобы их страна шла в ногу со временем, и уверенные, что для этого ей требуется тесная интеграция с мировой экономикой. Чтобы добиться этого, они стали приглашать иностранных инвесторов и гарантировать права их собственности. Под впечатлением от действий прогрессивных лидеров эти инвесторы начали приходить в Мексику в большом количестве и сыграли важнейшую роль в ее модернизации.

Все отлично, но это была шутка. Я вам только что описал вовсе не последнее мексиканское правительство, а то, которое действовало во времена правления в этой стране Порфирио Диаса (*Porfirio Díaz*), стоявшего во главе нее с 1876 года и до тех пор, пока не был отстранен от власти. Это произошло в 1911-м в результате восстания народа. Стабильное правительство, появившееся после гражданской войны, продолжавшейся в течение десятилетия, было популистским, националистическим и с подозрением относилось к иностранным инвесторам вообще и выходцам из Соединенных Штатов особенно. Сторонники нового режима, пришедшего после этого к власти и красиво названного Институционно-революци-

¹ Ученые (исп.). — Примеч. пер.

онной партией¹, стремились модернизировать Мексику, но хотели сделать это по-своему: отрасли развивались так, чтобы национальные компании обслуживали национальный рынок и были защищены от более эффективно действующих иностранцев тарифами и импортными ограничениями. Деньги иностранцев принимались положительно, но лишь в той мере, чтобы они не стали контролировать положение дел. Мексиканское правительство с удовольствием позволяло своим компаниям занимать у банков США, но только до тех пор, пока голосующие акции оставались в руках ее граждан.

Такая ориентированная на внутренний мир экономическая политика, вполне вероятно, была неэффективной. Если не говорить о макиладорах — фабриках, делающих ставку на экспорт, которым позволили действовать только в узкой зоне, расположенной возле границы США, Мексика в целом не смогла воспользоваться преимуществами нарастающей глобализации. Но после того как политика ее развития начала реализовываться, она стала неотъемлемой частью политической и социальной системы страны, прочно защищенной действиями своего рода треугольника в составе промышленных олигархов (которые имели преимущественный доступ к кредитам и лицензиям на импорт), политиков (полу-

¹ Partido Revolucionario Institucional, PRI, (ист.); известна также под названием Конституционно-революционной партии — политическая партия Мексики, до 80-х годов XX века левой ориентации. Основана в 1929 году бывшими участниками Мексиканской революции 1910–1917 годов (в 1929–1938-м называлась Национально-революционной партией, в 1938–1946-м — Партией мексиканской революции). С момента создания (кроме 2000–2003 годов) находится у власти. — Примеч. науч. ред.

чавших вознаграждение от олигархов) и профсоюзов (представлявших интересы «трудовой аристократии», т. е. относительно хорошо оплачиваемых работников в защищенных отраслях). До 1970-х, и об этом также надо сказать, власти Мексики старались не допустить финансового перенапряжения — роста, к разочарованию многих, в этих условиях добиться не удавалось, но и кризисов не было.

Однако в конце 1970-х эта традиционная осторожность закончилась. Мексиканская экономика вошла в период энергичного бума (чему способствовали открытия новых месторождений нефти, высокие цены на нее и крупные займы от иностранных банков). Когда экономика стала «нагреваться», и в страну пошли деньги, лишь немногие обращали внимание на сигналы предупреждения. В прес-се время от времени появлялись слухи о нарождающихся финансовых проблемах, однако доминировало мнение, что Мексика и Латинская Америка в целом действуют в условиях невысоких финансовых рисков. Это самодовольство можно даже представить численно: по состоянию на июль 1982 года доходность мексиканских облигаций была лишь немного ниже той, которую получали заемщики у таких серьезных учреждений как Всемирный банк, а значит, с точки зрения инвесторов, риск, что Мексика не сможет своевременно заплатить по своим долгам, был пренебрежительно низок.

Однако в середине следующего месяца в Вашингтон прилетела делегация мексиканских чиновников — проинформировать министра финансов США, что они остались без денег и что Мексика больше не может расплачиваться по долгам. Всего за несколько следующих месяцев

возникший кризис охватил большую часть Латинской Америки и даже вышел за ее пределы. Банки перестали предоставлять кредиты и начали требовать погашения уже выданных займов. Благодаря отчаянным усилиям, в том числе срочным займам от правительства США и международных агентств, вроде *Bank for International Settlements*, был пересмотрен график выплат по прежним займам и принята схема, которую вежливо называют «согласованная кредитная политика» (когда банки в большей или меньшей степени принуждаются к предоставлению странам-должникам денег, необходимых для выплаты процентов по непогашенным займам). Большинству стран региона удалось избежать явного дефолта. Таким образом, ценой недопущения почти неизбежной катастрофы стала жесткая рецессия, за которой последовало медленное и часто прерывающееся восстановление. К 1986 году реальный доход Мексики на душу населения был на 10% ниже, чем в 1981-м, а реальные заработные платы, подорванные средней инфляцией, которая на протяжении предыдущих четырех лет была выше 70%, оказались на 30% ниже докризисного уровня.

В этот период на сцену вышло новое поколение реформаторов. На протяжении всех 1970-х «новый класс» становился все более влиятельной силой и в правящей партии Мексики, и в ее органах власти. Хорошо образованные, часто со степенями, полученными в *Harvard University* или *Massachusetts Institute of Technology*, MIT, свободно говорящие по-английски и не отличающиеся по внешнему виду от граждан других стран, эти люди в то же время оставались мексиканцами, готовыми показать правильный путь руководителям PRI в «политических водах». В то же время они были достаточно американизированными и считали, что прежнее положение дел надо менять. В условиях эко-

номического кризиса старая гвардия, «динозавры», не смогли найти необходимых ответов, и поэтому в тот момент оказались востребованы «технократы», способные объяснить, как реформы на основе свободного рынка работают в Чили, как рост экономики, ориентированный на рынок, работает в Китае, как удалось добиться стабилизации инфляции в Израиле. К тому же Мексика не была одинока в этих поисках: к середине 1980-х многие страны Латинской Америки отказались от прежних статичных взглядов, сформировавшихся в 1950–1960-е годы, в пользу того, что потом получило название «вашингтонский консенсус», — идеи, что роста можно лучше всего добиться при наличии здоровых бюджетов, низкой инфляции, дерегулированных рынков и свободной торговли.

В 1985 году президент Мигель де ла Мадрид (Miguel de la Madrid) начал реализовывать эту доктрину на практике, что наиболее драматично проявилось в радикальном изменении мексиканской торговли: были резко снижены таможенные тарифы и сокращено количество видов импорта, по которым требовалось получение правительственных лицензий. Правительство начало продавать некоторые предприятия, которыми владело, и ослабило жесткие правила, определявшие, как должна управляться иностранная собственность. Может быть, самым впечатляющим шагом было то, что де ла Мадрид в качестве своего преемника назначил не одного из боссов PRI, а активного сторонника новых реформ — секретаря по планированию и бюджету Карлоса Салинаса де Гортари (Carlos Salinas de Gortari), получившего научную степень в *Kennedy School of Government at Harvard University*, в окружении которого была группа очень хорошо подготовленных экономистов, в основном получивших образование в MIT.

Я использовал фразу «назначил в качестве своего преемника» преднамеренно. Мексиканская политическая система с 1920 по 1990 год являлась действительно уникальной. На бумаге это была представительная демократия. Более того, в последние годы эта идея, к удивлению многих, начала становиться реальностью. Но в 1988 году, когда был избран Салинас, мексиканская демократия превратилась в разновидность традиционной чикагской политики: однопартийная система, в которой голоса покупались через патронаж¹, а если их не хватало, то начинал действовать «творческий» подсчет голосов. Однако самое замечательное в этой системе заключалось в том, что сам президент, который на протяжении шести лет нахождения у власти по своим полномочиям был почти абсолютным монархом, не мог избираться на второй срок. Он должен был освободить свое место, постаравшись за период нахождения в высокой должности стать богатым человеком и передав бразды правления назначенному преемнику, которого определяла PRI и который на выборах неизбежно становился победителем.

К 1988 году эта система, как и Мексика в целом, испытывала огромное давление на общих выборах. Салинас столкнулся с серьезным конкурентом — Куаутемоком Карденасом (Cuauhtémoc Cárdenas), сыном популярного в прошлом президента. Карденас выступал против реформ Салинаса, в основе которых лежали концепции свободного рынка, сделав ставку на более традиционный антикапиталистический популизм. Выборы проходили жестко,

¹ Раздача должностей и постов победившей на выборах партии (за финансовую и прочую поддержку на выборах). — *Примеч. науч. ред.*

и Карденас на них победил, но чиновники показали, как надо вести подсчет голосов. Президентом стал Салинас, но теперь ему, более чем кому-либо из его предшественников, было необходимо выполнить обещанное. Поэтому он обратился к своей экономической команде, получившей подготовку в Кембридже.

Успехи, достигнутые в годы правления Салинаса, были обусловлены его двумя важнейшими политическими шагами. Во-первых, преодолением долгового кризиса. В начале 1989 года, когда президентские выборы для него успешно закончились, правительство США стало демонстрировать неожиданную готовность примириться с неприятными для себя реалиями. Оно в конце концов признало всем давно известный факт, что многие ссудо-сберегательные ассоциации фактически играют с деньгами налогоплательщиков, и поэтому потребовало их закрытия. Примерно в то же время в своей удивительной речи министр финансов Николас Брэди (Nicholas Brady) заявил, что долг Латинской Америки не может быть в полной степени погашен и что требуется разработать механизм своего рода прощения долгов. Так называемый план Брэди был более ориентирован на чувства людей, чем на разум: он появился в результате бюрократических интриг, вроде тех, о которых идет речь в книге и сериале «Да, господин министр» (*Yes, Minister*), из-за чего правительственные чиновники, которые могли бы совместно использовать свой опыт при создании вполне работоспособного рабочего документа по мерам, направленным на снижение долгов, не получали нужной информации. Их держали в неведении под предлогом, что они могут выступить с ненужными возражениями. Однако и при таком подходе очень компетентные мексиканцы получили выход, в котором

нуждались. Через несколько месяцев они сами разработали вполне работающую схему. Мексика же заменила большую часть своего оставшегося долга меньшими по номинальной стоимости «облигациями Брэди».

Общее долговое облегчение для Мексики по «плану Брэди» оказалось скромным, но психологически оно стало поворотной точкой. Мексиканцы, которые давно уже призывали аннулировать их долги, успокоились, когда увидели, что иностранные банкиры отказались от желания получить их любой ценой, как шекспировский Шейлок, после чего этот долг в основном рассматривался как внутренний политический вопрос, значение которого постепенно ослабевало. Иностранные инвесторы, опасавшиеся до этого вкладывать средства в Мексику, из-за страхов, что окажутся в ловушке, теперь решили, что указанная сделка подводит страну к следующей фазе и начали снова с готовностью инвестировать. Процентные платежи, которые Мексика должна была выплачивать, чтобы не допустить бегства денег из страны, резко снизились, а поскольку правительство больше не должно было платить высоких процентных платежей по своим долгам, бюджетный дефицит стремительно исчез. Через год после соглашения, осуществленного по «плану Брэди», финансовое положение Мексики резко изменилось.

Решение долговой проблемы не было единственным «фокусом», проделанным Салинасом. В 1990 году он удивил весь мир, предложив создать зону свободной торговли, куда вошли бы Мексика, Соединенные Штаты и Канада (которые до этого уже вели друг с другом переговоры о заключении соглашения о свободной торговле). В количественных параметрах предложенное Североамериканское соглашение о свободной торговле (North American

Free Trade Agreement, NAFTA) оказалось не таким крупным, как можно было бы предполагать: рынок США уже был фактически открыт для мексиканских продуктов, а торговая либерализация, начатая де ла Мадридом, позволила Мексике пройти большую (если не всю) часть пути к свободной торговле. Однако, как и пакет по снижению задолженности, NAFTA должно было выступить в качестве психологической поворотной точки. Сделать Мексику открытой для иностранных товаров и иностранных инвесторов было не просто национальной инициативой, а частью международного договора. Салинас хотел сделать эти шаги необратимыми и тем самым убедить рынки, что поворота назад не будет. Он также надеялся, что открытость Мексики будет взаимной, т. е. Соединенные Штаты фактически навечно гарантируют его стране доступ на собственный рынок.

Джордж Буш принял предложение Салинаса. А как он мог отказать? Когда в 1982 году разразился мексиканский долговой кризис, многие в Соединенных Штатах опасались, что это приведет к радикализации мексиканской политики и что в условиях нарастающего хаоса окрепнут антиамериканские силы, даже, может быть, коммунистические. Вместо этого появились проамериканские сторонники свободного рынка — словом, к власти чудесным образом пришли «наши люди» и предложили убрать все прежние барьеры. Поэтому отказ от их предложения стал бы противодействием реформам. Практически это могло вызвать нестабильность и враждебные чувства у нашего соседа. Исходя из вполне убедительных доводов, относящихся к области иностранной политики, американские дипломаты с большим энтузиазмом восприняли идею о создании NAFTA. Но, как мы увидим ниже, убедить

в этом конгресс оказалось гораздо сложнее, однако в атмосфере возникшего оживления эта трудность вначале не была очевидной.

По мере того как реформы в Мексике продолжались, т. е. продавались государственные предприятия, снималось все больше ограничений на импорт и открывались двери для иностранных инвесторов, энтузиазм в отношении перспектив страны возрастал. Помню, я как-то разговаривал с группой руководителей мультинациональных компаний, которые в своих организациях возглавляли подразделения, действующие в Латинской Америке. Это происходило в марте 1993 года в мексиканском Канкуне. Я тогда высказал несколько осторожных замечаний о ситуации в Мексике и привел ряд примеров, свидетельствующих, что отдача от реформ несколько разочаровывает. «Вы единственный человек в этом помещении, который готов сказать что-то отрицательное об этой стране», — вежливо возразили мне. Мои собеседники, как и остальные присутствующие на той встрече, вкладывали свои деньги в те страны, где у них имелись интересы: в 1993 году в Мексику было инвестировано 30 млрд долларов иностранного капитала.

Аргентина порывает со своим прошлым

«Богат, как аргентинец», — такое сравнение широко употреблялось в Европе до Первой мировой войны, когда и инвесторы, и общественность в целом считали Аргентину государством с огромными возможностями. Как и Австралия, Канада и Соединенные Штаты, она была страной, богатой ресурсами, куда отправлялись и европейские иммигранты, и европейский капитал. Буэнос-Айрес —

город с доброжелательными жителями и европейским духом — являлся центром первоклассных железнодорожных сетей. Его построили и финансировали британцы, которые экспортировали по всему миру местную пшеницу и мясопродукты. В довоенной международной системе считалось, что Аргентина занимает прочную и привлекательную позицию, поскольку связана торговлей и инвестициями с мировой экономикой (эта связь с мировым рынком капитала осуществлялась при помощи телеграфного кабеля).

Правда, уже в те дни, как и потом, страна была склонна печатать слишком много денег и сталкивалась с трудностями по обслуживанию своего иностранного долга. Но точно так же тогда поступали и Соединенные Штаты. Лишь немногие в те времена могли представить, что Аргентина в конце концов так сильно отстанет от своего северного соседа.

Годы между двумя мировыми войнами оказались для Аргентины, как и для всех стран, экспортирующих ресурсы, трудными. В 1920-е цены на сельскохозяйственные продукты были низкими, а в 1930-е они вообще рухнули. Ситуация осложнялась большими долгами, накопленными в годы благополучия. Фактически Аргентина напоминала фермера, который много назанимал в хорошие времена, а затем оказался в ситуации, когда цены на его продукцию упали, а платежи по долгам остались неизменными. Однако ее положение во время Великой депрессии было не столь тяжелым, как, возможно, кто-то считает. Аргентинское правительство оказалось не так сильно привязано к базовым доктринам, как органы власти многих промышленно развитых стран, решивших защищать денежные активы любой ценой. Пойдя на девальвацию

песо, контроль над утечкой капитала и введение моратория на выплату долгов, страна смогла после 1932 года реально добиться явно выраженного восстановления экономики. К 1934 году европейцы снова начали эмигрировать в Аргентину, поскольку там у них было больше шансов найти работу, чем у себя дома.

Однако, с другой стороны, успех неортодоксальной политики, проводившийся в Аргентине в эпоху Великой депрессии, способствовал формированию в этой стране привычек управления, которые впоследствии стали все более деструктивными. Чрезвычайный контроль над обменом валюты сделался очень сложным набором регулирующих правил, мешавших деятельности предприятий и способствовавших коррупции. Временные ограничения на импорт стали постоянными барьерами, под защитой которых выжившие отрасли действовали на удивление все более и более неэффективно. Национализированные предприятия стали сточными колодцами, через которые вытекали выделяемые им государственные средства, и хотя они давали работу сотням тысяч людей, однако реально важных услуг не обеспечивали. Превышение расходов над доходами регулярно становилось неконтролируемым процессом, что приводило к все более разрушительным виткам нарастания инфляции.

В 1980-х ситуация из плохой стала ужасающей. После поражения в 1982 году во Фолклендской войне аргентинское военное правительство ушло, и его место заняло гражданское правительство во главе с Раулем Альфонсином (Raul Alfonsin), которое обещало провести в стране восстановление экономики. Однако латиноамериканский долговой кризис ударил по Аргентине так же сильно, как и по всему остальному региону, и попытка Алфонсина ста-

билизировать цены после введения новой валюты — аустраля — окончилась неудачей. К 1989 году в стране царила гиперинфляция: за год цены выросли на 3000%.

Победителем на выборах 1989 года стал Карлос Менем (Carlos Menem), перонист, т. е. кандидат от партии, основанной Хуаном Пероном (Juan Perón) — человеком, чья националистическая и протекционистская политика как ничто другое способствовала тому, чтобы Аргентина стала страной третьего мира. Но Менем, как оказалось, был готов решительно преодолеть отжившие стереотипы и совершить прорыв в области экономической политики, наподобие того, который осуществил в области внешней политики Никсон, предприняв поездку в Китай. Министром финансов он назначил Доминго Кавальо (Domingo Cavallo), доктора философии из *Harvard University* (т. е. представителя тех же кругов, что и Педро Аспе (Pedro Aspe), занимавший пост министра финансов Мексики накануне возникновения описываемого кризиса). Кавальо разработал план реформ, еще более радикальный, чем в Мексике.

Часть этого плана предусматривала открытие Аргентины для мировых рынков, в частности отказ от давней деструктивной привычки рассматривать экспорт сельскохозяйственных продуктов как дойную корову, из-за которой эта отрасль облагалась налогами по высочайшим ставкам, чтобы получать деньги для субсидирования всех остальных отраслей и направлений. Приватизация огромного и в высшей степени неэффективного сектора, принадлежащего государству, также привела к быстрой отдаче. (В отличие от Мексики Аргентина даже приватизировала принадлежавшую государству нефтяную компанию.) Поскольку предыдущие приемы, использовавшиеся орга-

нами власти Аргентины, были, как считалось, одними из худших в мире, эти реформы быстро привели к заметным результатам.

Отличительной особенностью в действиях Кавальо была денежная реформа. Чтобы решительно покончить с инфляцией, ставшей в этой стране традиционной, он возродил одну кредитно-денежную систему, которая почти забыта в современном мире, — валютную привязку, или «денежный совет»¹.

¹ Вообще этот термин не переводится на русский язык, используется английское выражение «currency board» или транслитерация. Currency board — такая организация денежной системы, при которой курс национальной денежной единицы жестко привязан к свободно конвертируемой иностранной валюте (обычно доллару США). Местная валюта эмитируется только в виде покупки центральным банком иностранной валюты. Может разрешаться свободное обращение в стране иностранной валюты, тогда государство не имеет независимой денежно-кредитной политики, которая сводится к накоплению достаточных валютных резервов для поддержания фиксированного курса. Управлять подобной системой может специально созданный независимый орган — «денежный совет» (например, в Эстонии), но чаще ту же функцию выполняет центральный банк (например, в Аргентине). Результатом применения такой системы являются мгновенное установление валютной и ценовой стабильности (цены и процентные ставки находятся примерно на уровне ставок той страны, чья валюта используется), а также лишение государства возможности самостоятельно определять размеры эмиссии и курс национальной валюты. Обеспечивает существенную зависимость страны от внешней торговли. В неявной и сильно ослабленной форме — в части эмитирования национальной валюты только по мере поступления в страну иностранной валюты — применялась в России с начала 2000-х до осени 2008 года. — *Примеч. науч. ред.*

Валютная привязка в свое время была стандартным приемом, применявшимся в европейских колониях. Этим колониальным регионам обычно разрешалось выпускать собственную валюту, но по стоимости она была жестко привязана к валюте страны-колонизатора. Стабильность новой валюты была гарантирована законом, требовавшим, чтобы эмиссия национальной валюты в полной мере обеспечивалась резервами твердой валюты. Другими словами, населению разрешалось конвертировать местную валюту в фунты или франки по установленному законом фиксированному курсу, а центральный банк обязан был сохранять достаточное количество валюты страны-колонизатора, чтобы обменивать ее на местные банкноты.

В послевоенные годы, после крушения колониальных империй и более активного управления экономиками, о валютной привязке стали забывать. Правда, в 1983 году Гонконг, столкнувшийся с бегством от собственной валюты, ввел валютную привязку, привязав гонконгский доллар к доллару США: 7,8 гонконгских доллара равнялись одному американскому. Но сам Гонконг был своего рода колониальным реликтом, хотя и на удивление динамично развивающимся, и этот прецедент не привлек значительного внимания специалистов.

Аргентине очень требовалось восстановление доверия, и поэтому Кавальо воспользовался этим приемом прошлого. Аустраль, появившийся под несчастливой звездой, был заменен снова возникшим песо, для которого был установлен фиксированный обменный курс: одно песо равнялось одному доллару, при этом каждое песо, находящееся в обороте, поддерживалось долларом, имевшимся в резервах. После десятилетий злоупотреблений с деньгами

Аргентина по закону вообще отказалась прибегать к помощи печатного станка и включала его только в том случае, если кто-то хотел обменять доллар на песо.

Результат оказался впечатляющим. Инфляция очень быстро приблизилась к нулю. Как и Мексика, Аргентина провела переговоры по принятию «плана Брэди» и была за это вознаграждена возобновлением притоков капитала, хотя и не в прежних масштабах. В реальной экономике началось активное оживление: после многих лет спада ВВП всего за три года вырос на четверть.

Плохой год для Мексики

Можно ли было в конце 1993 года увидеть хоть облачко на горизонте ясного неба экономики Латинской Америки? Инвесторы испытывали чувство эйфории: им казалось, что новая ориентация на свободные рынки уже превратила этот регион в территорию огромных возможностей. Почти все иностранные бизнесмены, вроде тех, с которыми я беседовал в Канкуне, испытывали по этому поводу воодушевление: вновь либерализованная среда создала для них новые возможности. Лишь немногие экономисты сомневались в этом, но и их опасения были относительно мягкими.

И Мексика, и Аргентина хотели получить ответ на один общий для них вопрос: насколько правильным был выбранный ими обменный курс? Обе страны стабилизировали свои валюты, и та и другая существенно понизили уровни инфляции, но в обеих ее замедление по темпам заметно отставало от стабилизации обменного курса.

Так, в Аргентине песо было в 1991 году жестко привязано к доллару, однако на протяжении следующих двух лет потребительские цены выросли на 40%. Для сравнения, в Соединенных Штатах увеличение составило только 6%. Аналогичный, хотя и менее существенный процесс происходил и в Мексике. В обоих случаях из-за этого эффекта товары этих стран на мировых рынках стали дорогими, что заставило экономистов решать очень важный вопрос — не были ли их валюты переоценены.

Этот вопрос касался торгового баланса (если говорить более точно, текущего платежного баланса, более широкого показателя, при определении которого учитываются услуги, выплаты процентов и т. д., но здесь я буду использовать эти термины взаимозаменяемо). В начале 1990-х экспорт мексиканских товаров и услуг рос довольно медленно, в основном из-за того, что сильное песо делало их цены неконкурентоспособными. В то же время под давлением, возникшим из-за устранения импортных барьеров и кредитного бума, импорт динамично возрастал. Итогом этого дисбаланса стало его резкое превышение над экспортом: к 1993 году дефицит у Мексики составил 8% ВВП, т. е. вышел на уровень, сопоставимый лишь с немногими ситуациями этого рода в прошлом. Можно ли было считать это знаком приближающихся трудностей?

Мексиканские чиновники, как и многие их коллеги за пределами страны, отвечали на этот вопрос отрицательно, приводя аргументы, взятые непосредственно из экономических учебников. С точки зрения бухгалтерского учета платежный баланс должен быть всегда уравновешен, т. е. каждую импортную закупку всегда следует компенсировать продажей собственной продукции

на такую же стоимость. (Студенты, изучающие экономику, знают, что в отношении этого утверждения есть одно небольшое техническое уточнение, касающееся односторонних трансфертов, о которых никогда не следует забывать.) Если у страны дефицит текущего платежного баланса, т. е. она покупает больше товаров, чем продает, у нее должен быть одновременно равный по величине излишек на капитальном счете, показывающий, что она продает активов больше, чем покупает. Верно и обратное: у страны, имеющей излишек на счете капитала, должен быть дефицит текущего платежного баланса. Однако из этого следует, что успех Мексики по привлечению иностранцев, с тем чтобы они вкладывали в эту страну свои деньги и покупали мексиканские активы, привел к указанному дефициту, и это было неизбежной составляющей проводимой в стране политики. Дефицит подтверждал тот факт, что иностранцы считали Мексику отличным регионом для вложения денег. Единственная причина, которая должна вызывать беспокойство, заявляли оптимисты, возникает, когда приток капитала в какой-то степени вызван искусственно: правительство привлекает капитал из-за границы, само заимствует деньги (как это делалось в Мексике до 1982 года) или имеет бюджетный дефицит, порождающий нехватку сбережений в стране. Однако правительство Мексики добилось сбалансированного бюджета и на самом деле увеличивало свои иностранные активы (резервы иностранной валюты), а не наращивало обязательства. Почему в таких условиях надо было беспокоиться? Если частный сектор хотел вкладывать свой капитал в Мексику, почему органы власти должны были пытаться его останавливать?

Надо упомянуть еще об одном обстоятельстве, вызвавшем настороженность: если учесть масштабы всех проводимых в Мексике реформ и весь тот капитал, который в нее поступил, почему не было реального роста?

С 1981-го по 1989 год мексиканская экономика росла с годовыми темпами, равными всего лишь 1,3%, что фактически было ниже темпов прироста численности населения в стране, из-за чего доход на душу населения оставался намного ниже пикового значения 1981 года. Правда, с 1990 по 1994-й, т. е. пока имело место «мексиканское чудо», ситуация явно улучшилась: экономика росла со скоростью 2,8% в год. Но это лишь чуть-чуть превышало темпы прироста численности населения: по состоянию на 1994 год Мексика даже по собственным статистическим данным в этом отношении отставала от своего уровня 1981 года. Где же было чудо, т. е. какой на самом деле была отдача всех этих реформ, если учесть высокие иностранные инвестиции? В 1993 году Рудигер Дорнбуш (Rüdiger Dornbusch), экономист из MIT и наставник многих экономистов, в настоящее время управляющих Мексикой, в том числе и Аспе, в течение длительного времени внимательно отслеживал состояние мексиканской экономики и составил довольно ядовитый отчет по результатам своего анализа положения дел в этой стране, озаглавленный как «Мексика: стабилизация, реформы и никакого роста» (*Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth*).

Защитники мексиканских достижений утверждали, что приводимые цифры на самом деле не показывали реального прогресса, наблюдающегося в экономике, особенно трансформационного перехода от неэффективной, ориентированной на себя промышленной базы к высоко

конкурентной экспортной направленности. Тем не менее многих по-прежнему беспокоило, что огромные притоки капитала приводили к столь незначительному в количественных показателях результату. Что было во всем этом неправильного?

Дорнбуш и другие аналитики утверждали, что проблема заключалась в стоимости песо: излишне сильная валюта из-за своей высокой цены вытесняла мексиканские товары с мировых рынков и мешала стране воспользоваться преимуществами увеличивающихся мощностей. Мексике в то время на самом деле требовалась девальвация, разовое снижение долларовой стоимости песо, благодаря которой ее экономика начала бы снова двигаться вперед. В конце концов в 1992 году Великобритания под действием финансовых рынков (и особенно Джорджа Сороса (George Soros), о чем более подробно мы расскажем в главе 6) была вынуждена позволить своему фунту снизить стоимость, в результате чего рецессия в этой стране сменилась бумом. Мексика, заявляли некоторые специалисты, нуждается в хорошей дозе того же самого лекарства. (Подобные аргументы приводились также и в отношении Аргентины, чья экономика росла намного быстрее, чем мексиканская, но столкнулась с другой проблемой: высокий уровень безработицы упорно не хотел идти вниз.)

Мексиканцы выступали против подобных заявлений, уверяя инвесторов, что их экономическая программа выполняется по плану, и они не видят причин для девальвации песо и не собираются этого делать. Было особенно важно сохранять «хорошую линию фронта», потому что Североамериканское соглашение о свободной торговле потребовало одобрения от Конгресса США

и столкнулось с ожесточенным сопротивлением. Росс Перо (Ross Perot)¹, как многие помнят, предупреждал об «оглушительных причмокивающих звуках»², которые будут слышны из Соединенных Штатов, поскольку их рабочие места перемещались на юг. Другие же специалисты, к мнению которых прислушивались еще больше, выдвигали против этого соглашения еще более весомые аргументы. В 1993 году, когда Клинтон был уже президентом, получившим NAFTA в наследство от своего предшественника, он с большими трудностями, буквально «протаскив» соглашение через все преграды, защитил его прохождение в Конгрессе, и все это было сделано буквально в последний момент.

На протяжении всего 1994 года в Мексике некоторые ключевые процессы развивались не так, как задумывалось. На новый год произошло восстание крестьян в бедном сельском штате Чиапас — регионе, который в ходе перемен, осуществлявшихся в большей части страны, фактически оказался незатронутым ни экономически, ни политически. Стабильности правительства это выступление не угрожало, но напомнило о том, что коррупция и тяжелейшая бедность в сельских регионах —

¹ Росс Перо (род. 27 июня 1930) — американский бизнесмен, филантроп, консервативный политик и независимый кандидат на пост президента США в 1992 и 1996 годах. — *Примеч. науч. ред.*

² Great sucking sound (англ.) — эта «...удивительно пикантная фраза, пущенная в оборот в 1992 году Россом, чтобы опорочить Соглашение о свободной торговле на Североамериканском континенте» (Уго Рестаалл, *The Wall Street Journal*, 20 июня 2002 года), подразумевала опасения, что перемещение рабочих мест в Мексику повредит американским рабочим. — *Примеч. науч. ред.*

по-прежнему часть мексиканской действительности. Более серьезным событием стало убийство в марте того же года Дональдо Колосио (Donaldo Colosio), которого Салинас назначил своим преемником. Колосио обладал редкой комбинацией качеств реформатора и харизматичного популярного политика, которого очень многие считали человеком, способным законным образом выбрать для страны новый путь перемен. Его гибель одновременно лишила Мексику так необходимого ей лидера и заставила поверить, что темные силы (коррупцированные политические боссы? или наркобароны?) не хотели, чтобы страну возглавил действительно сильный реформатор. Кандидат, заменивший Колосио, — Эрнесто Седильо (Ernesto Zedillo), был экономистом, получившим образование в США. Его честность и интеллигентность никто не ставил под сомнение, но как политик он был новичком, из-за чего многие опасались, что политические «динозавры» попытаются им руководить. На этапе подготовки к проведению выборов партия PRI решила попытаться получить поддержку на выборах, используя для этого довольно значительные денежные вливания. Часть песо, которые печатались в стране, было конвертировано в доллары, что привело к снижению у Мексики запасов иностранной валюты.

Седильо победил на выборах, которые на этот раз проводились честно, поскольку ему удалось убедить избирателей, что популистские взгляды Карденаса спровоцировали бы в стране финансовый кризис. Как мне рассказал один мексиканский друг, PRI убедила избирателей, что если они не проголосуют за Седильо, то «все случившееся повторится». Однако, увы, финансовый кризис все равно наступил.

«Текиловый» кризис

В декабре 1994 года, столкнувшись с устойчивым снижением резервов иностранной валюты, мексиканские власти должны были решить, что делать дальше. Они могли снизить убытки, повысив процентные ставки, и тем самым убедить граждан Мексики, что хранить деньги в песо так же выгодно, как и в иностранной валюте. Однако это повышение процентных ставок отрицательно сказалось на бизнесе и потребительских расходах, и после нескольких лет разочаровывающе низких темпов роста Мексика оказалась бы на грани рецессии. Или власти могли бы девальвировать песо, т. е. снизить его стоимость в долларах в надежде, что это приведет к тому же эффекту, что за 16 месяцев до этого в Великобритании. Другими словами, девальвация могла бы стать лучшим сценарием, и не только для того, чтобы мексиканский экспорт стал более конкурентоспособным, но и для того, чтобы убедить иностранных инвесторов: мексиканские активы имеют высокую стоимость. Этот шаг позволил бы процентным ставкам реально снизиться.

Мексика выбрала девальвацию, однако провела ее крайне плохо.

Чаще всего, когда валюта страны девальвирована, спекулянты заявляют: «Отлично, с этим покончено», — и перестают делать ставки на дальнейшее снижение. Именно этот сценарий сработал в Великобритании и Швеции в 1992 году. При этом, правда, имеется одна опасность: спекулянты могут посчитать первую девальвацию лишь сигналом, что будут и последующие, и начнут спекулировать в еще больших масштабах. Чтобы избежать этого варианта, правительство, как считается,

должно руководствоваться определенными правилами. Во-первых, если вы решили провести девальвацию, она должна быть достаточно значительной — в противном случае вы всего лишь усилите уверенность в том, что надо ожидать и следующих девальваций. Во-вторых, немедленно, сразу же после девальвации, вы должны всеми возможными средствами продемонстрировать, что у вас все под контролем, вы ответственные люди, понимающие важность соблюдения прав инвесторов. Следует предпринять и другие шаги этого рода, иначе девальвация может лишь усилить сомнения относительно разумности проводимой вами экономической политики и вызвать панику.

Мексика нарушила оба эти правила. Первоначальная девальвация составила 15%, т. е. лишь половину того, что предлагали экономисты вроде Дорнбуша. А поведение правительственных чиновников было каким угодно, но только не вызывающим ощущение стабильности. Новый министр финансов, Хайме Серра Пуче (Jaime Serra Puche), выглядел самонадеянным человеком и игнорировал мнение иностранных кредиторов. Вскоре стало известно, что с некоторыми мексиканскими бизнесменами еще до девальвации провели консультации, т. е. предоставили им информацию, недоступную для иностранных инвесторов, и это еще больше ухудшило ситуацию. Масштабный отток капитала в этих условиях был неизбежен, и вскоре мексиканское правительство вынуждено было вообще отказаться от фиксированного обменного курса.

Очень быстро Серру Пуче заменили, и ситуация в Мексике действительно наладилась. Но это не значит, что благодаря всем реформам, проводившимся с 1985 года,

все-таки чего-то удалось добиться — ничего подобного! Иностранцы были шокированы — шокированы! — обнаружив, что эта страна не оказалась той моделью совершенства, какой они ее считали, и захотели выйти из этой ситуации любой ценой. Вскоре песо упало до половины докризисной стоимости.

Самой сильной проблемой, давившей на правительство, был бюджет страны. Правительства, к которым подорвано финансовое доверие, сталкиваются с трудностями при продажах долгосрочных облигаций, из-за чего обычно они вынуждены идти на существенное увеличение краткосрочного долга, требующего периодической пролонгации¹. Мексика в этом отношении не была исключением, и необходимость выплачивать высокие процентные ставки по этим долгам стала основным источником ее денежных проблем в 1980-х. Как мы уже видели, одним из крупных преимуществ «плана Брэди», подготовленного в 1989-м, было повышение доверия у инвесторов, что позволило стране перезаключать соглашения по краткосрочным долгам на условиях, предусматривающих существенное снижение процентных ставок. Теперь эти преимущества были утрачены, к марту Мексика платила инвесторам по ставке 75%.

¹ Roll-over (англ.) — продление срока кредита путем его возобновления: производится техническое погашение кредита с одновременным предоставлением нового (в том числе на новых условиях, например, по преобладающей в данный момент процентной ставке). Данным термином обозначают как действие, например, «пролонгацию», так и некоторые возобновляемые долговые ценные бумаги (облигация, депозитный сертификат или срочный депозит). — Примеч. науч. ред.

Более того, пытаясь убедить рынки, что девальвации не будет, Мексика конвертировала миллиарды своих краткосрочных облигаций в так называемые тесобоны (tesobono) — казначейские дисконтные облигации, индексированные в долларах. Когда песо рухнуло, размер этих долгов, выраженных в долларах, взрывообразно вырос. Как только проблема тесобонов получила широкую огласку, панические настроения в стране усилились.

Финансовый кризис, с которым столкнулось правительство, вскоре захлестнул и частный сектор. За 1995 год реальный ВВП Мексики упал на 7%, промышленное производство — на 15%, т. е. положение дел было хуже любых событий этого рода в Соединенных Штатах после 1930-х годов. Более того, оно было гораздо хуже, чем при первоначальном спаде, последовавшем после долгового кризиса 1982 года. Тысячи компаний стали банкротами, сотни тысяч людей потеряли работу. Почему именно этот финансовый кризис оказал такое разрушающее влияние на реальную экономику и почему мексиканское правительство не смогло, действуя в стиле кооператива беби-ситтеров, пойти на нужные меры, чтобы не допустить этого спада? Это ключевой вопрос. Но давайте отложим его обсуждение до тех пор, пока не рассмотрим еще несколько кризисов, ожидающих своего анализа.

Самая большая опасность заключалась в том, что этот кризис не ограничился Мексикой. Наоборот, «текиловый эффект» достаточно быстро распространился по всему миру и в частности охватил другие латиноамериканские страны, особенно сильно проявив себя в Аргентине.

Это был сюрприз, и очень неприятный, так как Аргентина и Мексика находятся на противоположных

концах Латинской Америки и объем их прямой торговли между собой относительно невелик, да и их финансовые контакты слабые. К тому же предполагалось, что система валютной привязки, действовавшая в Аргентине, сделает доверие к ее песо непоколебимым. Почему же мексиканский кризис так сильно ударил и по этой стране?

Может быть, Аргентина подверглась этой атаке из-за того, что для инвесторов-янки все страны Латинской Америки кажутся одинаковыми. В любом случае, после того как спекуляции начались против аргентинского песо, стало ясно, что валютная привязка не обеспечивает той изоляции страны, на которую так рассчитывали разработчики этой системы. Каждое песо в обращении действительно подкреплялось долларом, находящимся в резерве, и поэтому в чисто механическом смысле страна всегда могла защитить стоимость своей валюты. Но что произошло, когда широкие общественные круги, действуя более или менее рационально, начали менять песо на доллары в больших количествах? Ответ таков: оказалось, что банки страны быстро приблизились к состоянию коллапса, что одновременно вызвало угрозу спада и остальной экономики страны.

Вот как это происходило. Предположим, служащий в Нью-Йорке, отвечающий за кредиты и обеспокоенный новостями, которые поступают из Мексики, решает, что ему лучше снизить свои активы в Латинской Америке. Он понимает: не следует даже пытаться объяснить своему боссу, что, как однажды заметил Рональд Рейган, «эти страны все разные». Поэтому он сообщает своему аргентинскому клиенту, что кредитная линия для него продлена не будет и что тому необходимо погасить имеющиеся

остатки. Клиент забирает необходимые для этого песо из своего местного банка и без всяких проблем конвертирует их в доллары, поскольку у центрального банка долларов достаточно. Однако аргентинский банк теперь должен пополнить свой валютный резерв и поэтому он просит аргентинского бизнесмена погасить свой кредит.

Вот здесь-то и начинаются проблемы. Чтобы выплатить свои долги, бизнес должен получать песо, и он, скорее всего, снимет их со счета в каком-то другом аргентинском банке, который в свою очередь должен будет потребовать от своих заемщиков возврата выданных им денег, что приведет к дополнительным изъятиям денег из банков, а это усилит процесс сокращения кредитования. Другими словами, первоначальное снижение кредитования из-за границы оказывает в Аргентине мультипликационный эффект: каждый доллар, уходящий на погашение кредита из Нью-Йорка, приводит в Буэнос-Айресе к сокращению в обороте нескольких песо.

По мере того как кредитование сокращалось, ситуация для бизнеса в Аргентине становилась все более ненадежной. Компании сталкиваются с трудностями при выплате своих займов, особенно когда от них это требуют сделать быстро, потому что их заказчики также находятся под повышенным финансовым давлением. Вкладчики начинают беспокоиться, смогут ли банки получать причитающиеся им деньги у своих клиентов, и из-за этого начинают забирать свои депозиты — на всякий случай. Это еще больше способствует сокращению кредита... В итоге мы получаем начало своего рода порочного круга «кредитно-

го сжатия»¹, в результате чего банки сталкиваются с ситуацией, из-за которой экономика США в 1930–1931 годах оказалась в тяжелейшем положении.

В настоящее время у развитых стран имеются системы защиты против подобного развития событий. Прежде всего, возврат депозитов гарантирован правительством, и поэтому, как считается, вкладчики не должны беспокоиться о платежеспособности своих банков. Во-вторых, центральные банки подготовлены к выступлению в качестве кредитора последней инстанции, оперативно предоставляющего деньги банкам, чтобы те в состоянии отчаяния не прибегали к пожарным методам, вроде продажи своих активов, чтобы удовлетворить запросы вкладчиков. Аргентина должна была погасить этот процесс в самом его зародыше.

Однако события происходили не так легко, как описано выше. Аргентинские вкладчики, может быть, и были уверены, что их песо находятся в безопасности, но у них имелось гораздо меньше уверенности относительно того, что они сохраняют свои деньги в долларовом исчислении. Поэтому они хотели перевести их в доллары сейчас — на всякий случай. А центральный банк фактически не мог выступать как кредитор последней инстанции, так как ему было запрещено выпускать новые песо помимо тех, которые можно обменять на поступившие доллары! Сами правила, разработанные для защиты системы от одного вида кризиса, кризиса доверия, делали ее очень уязвимой для кризиса другого рода.

¹ Credit crunch (англ.) — ситуация в экономике, как правило, характеризующаяся высоким уровнем процентных ставок и трудностями с получением кредитов. — Примеч. науч. ред.

В начале 1995 года Мексика и Аргентина совершенно неожиданно перешли от состояния эйфории к страху. Возникло ощущение, что эксперименты реформистов в обеих странах закончились катастрофическим коллапсом.

Масштабное спасение

Латинской Америке срочно требовались доллары — доллары, которыми Мексика могла бы расплатиться по своим тесобонам, когда для этого наступит время, доллары, которые позволили бы Аргентине напечатать дополнительно песо и кредитовать их банкам.

Мексиканский пакет спасательных мер был более крупным, более срочным и политически более сложным. Хотя значительная часть денег поступила из международных агентств, таких как международный валютный фонд, Япония и Европа в основном считали, что спасением Мексики должны заниматься США, и тем пришлось предоставить основную долю требующихся стране денег. К сожалению, существовали мощные политические силы, выступавшие против подобных спасательных действий. Те, кто резко выступил против создания NAFTA, решили, что мексиканский кризис — это наглядное и убедительное подтверждение их опасений, и не захотели тратить деньги налогоплательщиков для спасения Мексики и ее банкиров. А консерваторам не нравилась сама идея вмешательства власти с целью поддержать рынки, а особенно не нравилась роль Международного валютного фонда, действия которого они рассматривали как очередной шаг на пути к созданию общемирового правительства. Вскоре стало понятно, что конгресс США

не одобрит выделения финансовых средств для спасения Мексики.

К счастью, оказалось, что Казначейство США может самостоятельно воспользоваться средствами фонда стабилизации валютного курса (Exchange Stabilization Fund, ESF) «горшком с деньгами», отложенными на всякий случай, если потребуется чрезвычайное вмешательство на рынке иностранной валюты. При создании этого фонда законодатели исходили из того, что он предназначен для стабилизации стоимости доллара, но в принятых формулировках об этом напрямую не говорилось. Поэтому, проявив удивительную гибкость, которой можно только восхищаться, Казначейство США использовало эти деньги вместо заявленной цели для стабилизации песо. Из средств ESF и других источников Мексике быстро выделили кредитную линию на 50 млрд долларов, и через несколько месяцев, на протяжении которых многие с замиранием сердца следили за развитием событий, финансовая ситуация в этой стране на самом деле начала стабилизироваться.

Пакет спасения для Аргентины, не такой масштабный, поступил через Всемирный банк, который для поддержки банков этой страны выделил 12 млрд долларов.

Спасательные действия, организованные для Мексики и Аргентины, не предотвратили очень жесткого экономического сжатия, и оно, несомненно, было тяжелее того, что случилось в первый год долгового кризиса 1980-х. Но к концу 1995 года инвесторы начали успокаиваться, полагая, что, может быть, эти страны в итоге все-таки не столкнутся с коллапсом. Процентные ставки стали опускаться, расходы расти, и вскоре Мексика и Аргентина

принялись энергично восстанавливать прежнее положение. Для тысяч компаний и миллионов работников кризис оказался разрушительным. Однако он закончился быстрее, чем ожидало большинство.

Неправильные выводы из полученных уроков

Через два года после «текилового» кризиса у многих возникло ощущение, что все вернулось в норму. И Мексика, и Аргентина испытывали состояние бума, и те инвесторы, которые сохранили в предыдущие тяжелые годы спокойствие, оказались в очень хорошем положении. Возможно, из-за этого то, что следовало бы воспринять как сигнал предупреждения, стало источником самонадеянности. Хотя в явном виде лишь немногие сформулировали сущность уроков, усвоенных в ходе этого кризиса, настроения, царившие после завершения «текилового» кризиса, в неформальном виде, скорее всего, можно обобщить следующим образом.

Прежде всего этот кризис случился вовсе не на том пути, по которому в основном следовал весь мир. Он произошел из-за особенностей Мексики и был вызван ошибками, сделанными политиками этой страны, а именно тем, что они разрешали своей валюте быть переоцененной, расширяли кредиты вместо их сжатия, когда началась спекуляция против песо, и безобразно провели саму девальвацию, выбрав для этого способ, очень сильно нервировавший инвесторов. В основе последующего спада в первую очередь лежала запутанная и уникальная политическая экономия страны с ее до сих пор сохранившим-

ся наследством в виде популизма и антиамериканизма. В какой-то мере можно было бы утверждать, что этот спад был наказанием за кражу победы на выборах 1988 года.

Вот как коротко можно сформулировать полученный урок: фиаско Мексики имело очень небольшое отношение ко всему остальному миру. Правда, этот кризис затем распространился на остальную часть Латинской Америки, но Аргентина отреагировала на свой финансовый коллапс действиями, которые не привлекли большого внимания остального мира, возможно, из-за того, что за этими негативными событиями последовало мощное восстановление. Несомненно, «текиловый» кризис не повторится в хорошо управляемых экономиках, где в прошлом не предпринималось попыток пользоваться макроэкономическим популизмом, в том числе и в тех азиатских государствах, которые добиваются экономического чуда.

Следующий урок вызвал озабоченность не только у Мексики, но и у Вашингтона, т. е. Международного валютного фонда и Казначейства США. Этот кризис, по-видимому, показал, что Вашингтон контролирует определенные вещи и что у него есть ресурсы и знания, позволяющие сдерживать даже серьезный финансовый кризис. Была быстро проведена мобилизация собранных в больших количествах средств помощи для Мексики, и все это действительно сработало. Вместо семи «тощих» лет в 1980-х «текиловый» кризис был преодолен за полтора года. Конечно, складывалось впечатление, что люди, занимающиеся управлением, научились лучше справляться с подобными задачами.

Через 14 лет после начала «текилового» кризиса, теперь, когда на основной территории мира, в том числе

и в Соединенных Штатах, происходит финансовый кризис, во многом напоминающий события 1994–1995 годов, становится очевидным, что из прошлых событий в Латинской Америке мы усвоили совсем не те уроки, которые следовало бы.

Необходимо было прежде всего получить ответ на вопрос, который на многих встречах задавал экономист Гильермо Кальво (Guillermo Calvo) из Всемирного банка, затем работавший в *University of Maryland*: «Почему наказание за столь незначительное прегрешение оказалось таким серьезным?» Теперь, когда «текиловый» кризис остался позади, можно снова легко проследить всю политику, которой следовала Мексика и которая привела к этому кризису, и решить, что она была ошибочной. Но факт заключался в том, что в то время все эти действия казались правильными, и даже после всего произошедшего трудно найти какие-то действительно серьезные сбои, которые объясняли бы причины экономической катастрофы 1995 года. Нам следовало бы также присоединиться к вопросу Кальво, учитывая, что существуют механизмы, трансформирующие незначительные политические ошибки в крупные экономические катастрофы, и заняться этим вопросом серьезно. Необходимо было, кроме того, более внимательно и всестороннее изучить аргументы некоторых комментаторов, доказывающих, что действия властей Мексики вовсе не сопровождались серьезными ошибками, за исключением короткой серии неуклюже сделанных шагов, что привело к неправильному восприятию этих мер рынком и запустило процесс «самооправдывающейся паники». И наконец, следовало понять: то, что случилось с Мексикой, может произойти в любом другом регионе. Успешная, казалось бы, экономика и вос-

хищение рынков и СМИ политическим руководством вовсе не гарантируют, что страна защищена от неожиданного финансового кризиса.

В ретроспективе также очевидно, что мы слишком сильно доверяли Вашингтону, МВФ и Казначейству США. Верно, они действовали решительно и смело, однако при более глубоком и всестороннем изучении происходившего полученные результаты представляются вовсе не такими удачными, чтобы снова применить использованные тогда рецепты. Дело в том, что мобилизация денег была достигнута благодаря своего рода ловкости рук (с учетом имевшихся на тот момент юридических возможностей), что прошло главным образом из-за особой значимости Мексики для интересов США. В условиях других, более поздних кризисов, деньги на эти цели вряд ли можно будет отыскать так же быстро и так же легко. Спасение Мексики было значительно облегчено благодаря взаимодействию с правительством этой страны: люди Седильо полностью соглашались с Вашингтоном, не демонстрируя ярко выраженное самолюбие и гордость, что не характерно для мексиканской истории. При общении с представителями азиатских стран, которые привыкли при переговорах действовать с позиции силы, и с азиатскими лидерами, обычно считающими, что ситуация должна развиваться по их сценарию, все происходило бы совершенно по-другому.

А самое главное, мы, скорее всего, не смогли понять масштабы удачи Мексики и Вашингтона в той ситуации. Спасение на самом деле не было результатом реализации хорошо продуманного плана, составленного с учетом сущности кризиса — это было всего лишь чрезвычайное вливание денег в «кубышки» оказавшихся в труднейшем

положении правительств, которые выполнили свою часть работы в этих условиях в меньшей степени потому, что трудности были явно связаны с экономическими проблемами, а больше благодаря тому, что продемонстрировали решительность, показывая, что способны восстановить доверие рынка. Да, успеха удалось добиться, но только после того, как экономика была серьезно наказана, и нет весомых оснований считать, что подобная стратегия сработает и в следующий раз.

Таким образом, из полученных уроков были сделаны не те выводы, и никто не был готов ни к возникновению нового кризиса в Азии, начавшегося через несколько лет в «текиловом» стиле, ни к пониманию того, что меры по спасению Мексики и выводу ее из описываемого здесь кризиса на самом деле были неэффективными. Еще в меньшей степени мы были подготовлены к действиям в условиях глобального кризиса, разразившегося в 2007 году. Самым странным явилось то, что крупнейшая экономика Азии уже находилась в затруднительном положении и явно неудовлетворительно заботилась о собственном бизнесе.

ЯПОНСКАЯ ЛОВУШКА

глава 3

Одно время, причем не очень давно, американцы помешались на Японии. Успех японской промышленности вызывал одновременно и восхищение, и страх. Заходя в любой книжный магазин в аэропорту, вы обязательно видели ряды уже запылившихся книг, на обложках которых красовалось поднимающееся солнце и воины-самураи. Авторы одних книг обещали научить вас секретам японского менеджмента, другие провозглашали наступление экономического благополучия (или требовали его достижения). В качестве ролевых моделей или демонов, а порой и того и другого, японцы действительно серьезно занимали наши умы.

Теперь все это в прошлом. События в Японии по-прежнему время от времени отражаются в газетных заголовках, но обычно они связаны с какими-то плохими новостями: крупным падением индекса *Nikkei* или с нарушением механизма «carry trade»¹, когда хеджевые фонды занимали дешево деньги в Японии, а затем отдавали их в кредит где-то еще. Но в целом наш интерес к этой стране утрачен. Японцы вовсе не такие стойкие и сильные люди, какими долго казались, — решила широкая общественность, и поэтому теперь их можно игнорировать.

Все это, конечно, неразумно. Для нас промахи Японии столь же значительны и поучительны, как и ее успехи. То, что произошло с этой страной, — одновременно и трагедия, и предзнаменование. Вторая по величине эко-

¹ Термин не имеет общепринятого перевода на русский язык. Нередко транслитерируется как «керри трейд». Стратегия «carry trade» состоит в заимствовании средств в национальной валюте государства, установившего низкие процентные ставки, их конвертации и инвестировании в национальную валюту государств, установивших высокие процентные ставки. — *Примеч. пер.*

номика мира по-прежнему обладает хорошо образованными и желающими трудиться работниками, запасом современного капитала и производящими впечатление технологическими ноу-хау. У нее стабильное правительство, не испытывающее трудностей со сбором налогов. В отличие от Латинской Америки или, если говорить о рассматриваемой здесь теме, меньших по размеру других азиатских стран, это государство-кредитор, не зависящее от доброй воли иностранных инвесторов. Да и сам масштаб ее экономики означает, что ее производители в основном продают свою продукцию на национальном рынке. А значит, следует предоставить Японии, как и Соединенным Штатам, свободу действий, недоступную для меньших по значимости стран.

Однако Япония очень много затратила в 1990-е годы в период спада, когда непродолжительные периоды экономического роста чередовались со все более глубокими рецессиями. Когда-то лидер по темпам роста в промышленно развитом мире, в 1998-м страна выпускала менее половины объема своего производства 1991-го. Что еще хуже, т. е. хуже показателей функционирования как таковых, было чувство фатализма и беспомощности, утрата веры в способность публичных политиков кардинальным образом изменить ситуацию. Это была трагедия — такая колоссальная экономика не имеет права пребывать в состоянии резкого спада продолжительностью в десятилетие. Беды экономики Японии никогда не были столь острыми, как в других азиатских государствах, но они продолжались гораздо дольше, и объяснить их было сложнее. Это также является предзнаменованием: если такое могло случиться с Японией, кто может утверждать, что это

не произойдет и с нами? И достаточно уверенно теперь можно говорить, что это на самом деле уже произошло.

Как же все это случилось в Японии?

«Япония как номер один»

Ни одно государство, даже Советский Союз в годы сталинских пятилетних планов, никогда не добивалось таких удивительных экономических преобразований, как Япония в период своего динамичного роста, т. е. с 1953 по 1973 год. За два десятилетия до этого в основном сельскохозяйственная страна стала крупнейшим в мире экспортером стали и автомобилей, Большой Токио превратился в крупнейший мировой и, возможно, наиболее динамично развивающийся регион, а стандарты жизни резко возросли.

Некоторые представители Запада обратили на это внимание. Уже в 1969 году футурист Герман Кан (Herman Kahn) опубликовал книгу «Возникновение японской сверхдержавы» (*The Emerging Japanese Superstate*), где предсказывал, что благодаря высоким темпам роста японская экономика к 2000 году станет ведущей в мире. Но только в конце 1970-х — когда Эзра Фогель написал свой бестселлер «Япония как номер один» (*Japan as Number One*) — эта страна вышла на передовые позиции, и стало понятно, сколь пристальное внимание широкой общественности она привлекает. Когда современные японские продукты, прежде всего автомобили и потребительская электроника, хлынули на западные рынки, людей стал интересовать секрет успеха этой страны.

Бесспорно, налицо была определенная ирония в «выборе» времени для обширных дебатов о Японии: правда

заклучалась в том, что героическая эпоха японского экономического роста закончилась примерно тогда, когда представители Запада стали воспринимать ее серьезно. В начале 1970-х по причинам, которые до сих пор до конца не разгаданы, рост замедлился в масштабах всего промышленно развитого мира. Япония, чьи темпы роста были самыми высокими, также столкнулась с крупнейшим спадом: если в 1960-х ее рост составлял 9% в год, то после 1973-го он был ниже 4%. Хотя эта скорость оставалась по-прежнему выше, чем у любой другой промышленно развитой страны (примерно вполовину превосходила Соединенные Штаты), при таких темпах время ее выхода в мировые лидеры отодвигалось на XXI век. Тем не менее показатели ее роста в буквальном смысле вызывали зависть у других стран. Многие утверждали, что Япония достигла успеха не только благодаря придуманному ею лучшему способу управления своей экономикой, но и, по крайней мере, частично, по причине наивности западных конкурентов.

Нам здесь не нужно подробно повторять рассуждения о том, почему Япония действовала так успешно. Если говорить по сути, в этих дискуссиях участвовали две стороны.

Представители одной расценивали ее рост как результат правильно сформулированных основных принципов, прежде всего отличного базового образования и высокой нормы сбережения. Как и всегда, делались попытки на уровне любительской социологии объяснить, почему Японии удалось производить продукцию высокого качества при низких издержках. Сторонники другого объяснения утверждали, что Япония создала фундаментально отличную экономическую систему, новую и совершенную форму капитализма. Дебаты по поводу Японии одновременно становились обсуждениями по вопросам экономической философии,

аргументированности экономической мысли Запада в целом и достоинств свободных рынков в частности.

Одним из элементов, которые, как утверждалось, обеспечивали превосходство японской системы, была руководящая роль органов власти. В 50-е и 60-е годы прошлого века японское правительство в лице знаменитого министерства международной торговли и промышленности (Ministry of International Trade and Industry, MITI) и, может быть, не столь заметного, но на самом деле более влиятельного министерства финансов играло активнейшую роль в управлении экономикой. Рост экономики, по крайней мере, частично, определялся стратегическими решениями правительства, благодаря чему банковские займы и импортные лицензии текли рекой к привилегированным отраслям промышленности и фирмам. К тому времени, когда Запад наконец-то стал по-настоящему уделять внимание Японии, хватка органов власти во многом уже ослабла, но сложившийся на мировых рынках отличительный имидж этой страны — корпорации Japan Inc. с централизованно управляемой экономикой — оставался мощным и в 1990-х.

Другой отличительной характеристикой японского экономического стиля была изоляция крупных компаний от краткосрочных финансовых давлений. Члены японских кейрецу — групп союзных фирм, организованных вокруг крупного банка, — обычно владели значительным количеством акций друг друга, делая высший менеджмент в значительной степени независимым от внешних акционеров. Японские компании не слишком беспокоились о цене своих акций или о доверии к ним рынка, поскольку редко финансировали свою деятельность путем продажи акций или облигаций. Обычно они использовали другой механизм:

требуемые деньги им предоставлял в кредит крупный банк, поэтому им не надо было заботиться о краткосрочной рентабельности или вообще делать акцент на прибыли. Означает ли это, что финансовые условия, задаваемые банком, который входит в кейрецу, в итоге оказывали излишнее влияние на корпоративные инвестиции: если кредиты, которые банк предоставляет членам этой группы, воспринимаются как необоснованные, то не потеряет ли такой банк вкладчиков? Но в Японии, как, впрочем, и в большинстве стран, вкладчики уверены, что органы власти никогда не позволят им потерять свои сбережения, и поэтому мало задумываются о том, что банки делают с их деньгами.

Один из результатов действия этой системы, что подтверждают и те, кто восхищается ею, и те, кто ее, наоборот, опасается, проявляется в том, что страна получила возможность долгосрочного видения. Японское правительство целенаправленно занималось «стратегическими» отраслями, чтобы те могли выступать в качестве двигателей роста. Частный сектор действовал, ориентируясь на эти отрасли и используя в первоначальный период защиту от иностранных конкурентов. В течение этого периода отрасль могла совершенствовать свои навыки и умения на национальном рынке. Затем наступал период динамичного и масштабного экспорта, во время которого фирмы не обращали внимания на рентабельность, а занимались формированием рыночной доли, выдавливанием иностранных конкурентов и в конце концов добивались доминирования в этой отрасли, после чего Япония переходила к следующему сектору. В этом списке были сталь, автомобили, видеомагнитофоны, полупроводники, а вскоре и компьютеры и самолеты.

В отношении многих деталей такого сценария скептики высказывают различные возражения. Но даже те, кто снимает с Японии обвинение в хищническом поведении, и те, кто ставит под сомнение, что мудрые люди из МПТ действительно были такими всезнайками, как о них рассказывалось, обычно соглашались, что отличительные характеристики японской системы действительно способствовали достижению этой страной успеха. И только гораздо позже те же самые отличительные характеристики — тесные отношения между органами власти и бизнесом, масштабные легкие кредиты банков под государственные гарантии, выдаваемые тесно связанным с ними компаниям, — привели к так называемому клановому капитализму и стали считаться причиной экономического недомогания страны.

Однако слабости этой системы на самом деле в конце 1980-х были очевидны уже любому, кто был готов их увидеть.

Пузырь, тяжелый труд и проблемы

В начале 1990 года рыночная капитализация Японии, т. е. общая стоимость всех активов компаний этой страны, была выше, чем у Соединенных Штатов, численность населения которых была вдвое выше, а ВВП — больше в два с лишним раза, чем у Японии. Земля, которая в переполненной населением Японии никогда не была дешевой, стала невероятно дорогой. Одно время часто приводили следующий интересный факт: площадь квадратной мили под императорским дворцом в Токио стоила дороже всей площади штата Калифорния. Словом, добро пожаловать в экономику мыльного пузыря, японский эквивалент «ревущих 20-х» в США.

Конец 1980-х для Японии был временем процветания, быстрого роста, низкой безработицы и высоких прибылей. Тем не менее ничто в основных экономических показателях не оправдывало утроения цен на земли и акции, произошедшего в тот период, — даже тогда многие аналитики полагали, что для финансового бума в этой стране характерно что-то маниакальное и иррациональное. Многие считали, что традиционные компании в отраслях с низкими темпами роста не должны цениться как акции роста и иметь отношение цены к чистой прибыли, равное 60 и даже больше. Но, как это нередко бывает, в отношении рынков с неистовым развитием событий у скептиков не было достаточных аргументов или смелости активно поддержать свое мнение, а на уровне обычных суждений отыскивались самые разные виды обоснования цен, ставших заоблачными.

В финансовых пузырях нет ничего нового — начиная от «тюльпановой» мании в Голландии до недавней интернет-мании даже самые, казалось бы, разумные инвесторы сталкивались с тем, что им трудно сопротивляться всеобщему ажиотажу и не включиться в общую гонку. Рассматривать ситуацию в долгосрочной перспективе действительно сложно, когда все кругом становятся богаче. Но, учитывая, что у Японии репутация страны, ориентированной на долгосрочное стратегическое мышление, и что «корпорация» Japаn Inc. скорее воспринимается как страна с плановой экономикой, чем свободный для всех рынок, масштабы надувшегося там пузыря остаются во многом удивительными и сегодня.

Репутация Японии как страны с перспективным подходом и социально ориентированными инвестициями всегда была очень прочной, что не соответствовало реаль-

ному положению дел. Спекулянты недвижимости часто добивались нужного им хода событий, взяв на содержание политиков, а другие преимущества получали благодаря связям с бандитской группировкой якудза, которая играет на удивление важную роль на японской сцене в течение очень долгого времени. Спекулятивные инвестиции в недвижимость в 1970-х почти довели страну до банковского кризиса. Ситуацию удалось спасти только ценой взрывообразного повышения инфляции, которая снизила реальную стоимость долгов спекулянтов и в очередной раз превратила плохие кредиты в хорошие. Опять же, и в этом случае огромный размер японского пузыря вызывал большое удивление. Было ли какое-то объяснение данного феномена, выходящее за пределы простой психологии толпы?

Оказалось, что японский пузырь был всего лишь одной из нескольких вспышек спекулятивной лихорадки, охватившей мир в 1980-х годах. У всех этих вспышек была одна общая черта: они в основном финансировались банковскими кредитами, в том числе и потому, что традиционно осторожные институты начали предоставлять займы людям, которые охотно идут на риск, и даже теневым операторам, если те были готовы платить процентные ставки выше среднерыночных. Наиболее известным случаем были ссудо-сберегательные ассоциации Америки, институты, чей общественный имидж долгие годы воплощался в образе персонажа культового в США кинофильма «Эта замечательная жизнь» (*It's a Wonderful Life*) — серьезно-го Джимми Стюарта, банкира из небольшого городка, ставшего символом честного отношения к своему делу. Но в 1980-х ему на смену пришел совсем другой тип — техасский магнат, занимающийся недвижимостью и легко

проматывающий большие деньги. Однако похожие проявления сомнительных кредитов наблюдались везде, и особенно в Швеции, еще одной стране, которая обычно не страдала спекулятивными лихорадками. Экономисты в течение длительного времени утверждали, что за всеми подобными эпизодами просматривается один и тот же экономический принцип, тот же, что и в базовой модели рецессии, произошедшей в кооперативе беби-ситтеров, о котором в этой книге мы будем вспоминать неоднократно. Этот принцип известен как «моральный риск», или «угроза недобросовестности»¹.

Термин «моральный риск» происходит из системы страхования. Весьма давно провайдеры страховок, особенно от возникновения пожаров, обратили внимание, что у владельцев собственности, в полной мере застрахованных от убытков, наблюдалась интересная тенденция: они чаще подвергались разрушительным пожарам, особенно когда меняющиеся условия снижали возможную рыночную стоимость их сооружений, делая ее ниже страхового покрытия. (В середине 1980-х в Нью-Йорке была группа известных «землевладельцев-поджигателей», чья собственность была предрасположена к пожарам. Некоторые из них покупали здания по завышенной цене у подставной

¹ Moral hazard (англ.) — риск того, что мероприятия по сокращению последствий рискованных или опасных действий повысят вероятность совершения таких действий (например, помощь кредиторов странам-должникам в виде скидки со стоимости долга может привести к тому, что должники постараются в дальнейшем обесценивать долг в ущерб кредиторам, т. е. хорошие намерения обратятся против них самих). Обычно в рамках морального риска различают риски возникновения недобросовестных и более беспечных действий. — *Примеч. науч. ред.*

компании, которой на самом деле владели сами, использовали цену этой сделки в качестве основы при приобретении крупного страхового полиса, а затем в этом строении происходил пожар. В этом случае можно действительно говорить об угрозе недобросовестности.) Через какое-то время этим термином стали называть любую ситуацию, при которой человек принимает решение о том, на какой риск он готов пойти, если издержки при плохом развитии событий лягут на кого-то другого.

Заемствованные деньги вероятнее всего порождают моральный риск. Предположим, я смысленный человек, но не располагаю никаким капиталом. И что? Рассчитывая на мой очевидный ум, вы решаете одолжить мне миллиард долларов, чтобы я инвестировал его так, как захочу, и вы готовы это сделать, если я пообещаю вам выплатить эту сумму через год. Даже если вы установите для меня высокую ставку процента, это отличная сделка: я получу миллиард, вложу его куда-то, где, *может быть*, заработаю кучу денег. Однако вполне вероятно, что все может пойти неудачно и мне останется только надеяться на лучшее. Если эта инвестиция окажется удачной, я буду в выигрыше, если же нет, то объявлю личное банкротство и удалюсь. Словом, если выпадет решка — я победитель, если орел — вам не повезло.

Конечно, именно поэтому никто не одалживает миллиард долларов тому, у кого нет своего капитала, чтобы этот человек инвестировал его так, как хочет, независимо от того, насколько умным он кажется. Кредиторы обычно устанавливают ограничения на действия заемщиков с полученными деньгами, к тому же обычно те обязаны добавить значительную долю собственных денег, чтобы у них был хороший стимул стараться избежать убытков.

Однако некоторые кредиторы, как складывается впечатление, забывают об этих базовых правилах и предоставляют огромные суммы, не задавая никаких вопросов, людям, которые создают видимость, что очень хорошо знают, что надо делать с полученными деньгами. В главе 6 мы подробно расскажем удивительную историю о хеджевых фондах. А требование, чтобы заемщик вложил в дело достаточное количество собственных денег, иногда само по себе может стать источником рыночной нестабильности. Когда стоимость активов снижается, к тем, кто покупает их на заемные деньги, предъявляют требование дополнительного обеспечения¹: они либо должны внести больше своих денег, либо расплатиться с кредиторами, продав активы, что снижает стоимость этих активов еще больше. В нынешнем финансовом кризисе этот процесс является ключевым. Но, временно откладывая подобные рыночные патологии, давайте рассмотрим другую причину, объясняющую, почему правила иногда нарушаются — потому что игра, при которой возникает угроза недобросовестности, ведется на деньги налогоплательщиков.

Вспомните, что мы говорили об основных банках, входящих в японские кейрецу: вкладчики были убеждены, что их депозиты в безопасности, поскольку за этими банками стоят органы власти. То же верно в отношении всех банков государств первого мира, да и большинства в других странах. Современные страны, даже если в них банковские депозиты не гарантированы в явном виде,

¹ Margin call (англ.) — требование о внесении дополнительных фондов (денежных средств или ценных бумаг), вызванное неблагоприятным изменением цен. — Примеч. науч. ред.

не могут позволить, чтобы вдовы и сироты потеряли свои накопления только потому, что они положили их в неправильный банк, точно так же, как власти не могут отойти в сторону, когда бушующая река смывает дома, неразумно построенные поблизости от ее русла. Только самые ярые консерваторы готовы поступить по-другому. Но результатом этого становится беззаботное отношение людей к тому, где они строят свои дома, а если говорить о том, куда они вкладывают свои деньги, то здесь степень их беззаботности еще выше.

Такое легкое отношение предлагает беспринципным бизнесменам заманчивые возможности: всего лишь надо открыть банк и создать впечатление, что он надежен, — здесь часто срабатывают солидный вид здания и какое-нибудь замысловатое название. Затем привлекается множество вкладов под хорошие проценты, если это разрешено, подарки, а если нет, то применяются другие приемы. А после деньги выдаются под высокие процентные ставки азартным спекулянтам (предпочтительно собственным друзьям или даже самому себе под каким-то другим корпоративным прикрытием). Когда вкладчики знают, что в любом случае их вложения защищены, они задают вопросы о качестве ваших инвестиций. Теперь у вас есть вариант с односторонним движением: если вложения окажутся удачными, вы станете богатым человеком, если же ситуация будет развиваться по плохому сценарию, вы сможете скромно отойти в сторону, и пусть последствия разгребает правительство.

На самом деле не все так легко, поскольку правительственные регулирующие органы не настолько глупы. Фактически с 1930-х по 1980-е годы такое поведение банкиров встречается довольно редко, поскольку регулиру-

ющие органы действуют примерно так же, как частный кредитор, когда вручает мне миллиард долларов, которым я могу распоряжаться. Они вводят ограничения на то, что банки могут делать с деньгами вкладчиков, стараясь не допустить возникновения избыточных рисков. Регулирующие органы требуют, чтобы владельцы банков вкладывали в дело значительную сумму собственных денег — через капитальные расходы. Менее очевидно, что регулирующие органы исторически всегда, может быть неосознанно, ограничивают масштабы конкуренции между банками, делая само получение лицензии на ведение банковского дела ценным активом, поэтому лицензиаты не склонны ставить под угрозу эту ценность и идти на повышенный риск, если это может привести к прекращению деятельности банка.

Однако в 1980-х эти ограничения во многих регионах оказались сняты, в основном по причине отмены госконтроля. Традиционные банки были в безопасности, но при этом действовали очень консервативно — считалось, что им не удастся направлять капиталы на проекты, обеспечивающие наиболее высокую отдачу. Средством коррекции, как утверждали реформаторы, было предоставление большей свободы и создание возможностей для более активной конкуренции: позвольте банкам вкладывать деньги туда, куда они считают нужным, и разрешите большему числу участников конкурировать на рынке сбережений населения. Однако реформаторы почему-то забыли, что предоставление банкам большей свободы приведет к более серьезным рискам и что снижение ценности банковской лицензии побуждает участников в меньшей степени избегать такого снижения дальше. Изменения на рыночном про-

странстве, как оказалось, привели к увеличению числа альтернативных источников корпоративных финансов, что снизило маржу прибыли у банкиров, которые ограничивались надежными и старомодными способами ведения бизнеса.

Из-за этого в 1980-х мир охватила своего рода эпидемия моральных рисков. Лишь немногие страны могут гордиться, что они в этой ситуации остались в стороне и не поддались ажиотажу. Конечно, среди них нет Соединенных Штатов, чьи небрежные операции со сбережениями и кредитами стали классическим примером недальновидной, близорукой и порой коррумпированной политики. Но Япония, где все обычные виды взаимодействий — между правительством и бизнесом, между банками и их клиентами, между тем, что было обеспечено государственными гарантиями, и тем, что под эти гарантии не попадало, — были особенно расплывчатыми, меньше всего подходила для применения ослабленного финансового режима. Японские банки кредитовали больше и меньше обращали внимание на качество заемщика, чем кто-либо еще. Поступая таким образом, они помогли раздуть мыльный пузырь национальной экономики до гротескных размеров.

Рано или поздно все пузыри лопаются. Крах японского пузыря произошел не одномоментно: Банк Японии, озабоченный повышенными спекулятивными действиями, в 1990-х начал повышать процентные ставки, стараясь постепенно выпустить хотя бы часть воздуха из надувшегося пузыря. Вначале эта политика была безуспешной, но начиная с 1991 года цены на землю и акции начали заметно снижаться, и через несколько лет они были на 60% ниже своих пиковых значений.

Вначале и затем в течение нескольких лет японские власти, по-видимому, рассматривали все происходящее как здоровый процесс — возвращение к более разумной и реалистичной оценке стоимости активов. Но постепенно стало очевидно, что конец «раздутой» экономики не принес экономического благосостояния, а спровоцировал постоянно усугубляющийся недуг.

Скрытая депрессия

В отличие от Мексики 1995 года, Южной Кореи 1998-го и Аргентины 2002-го Япония никогда не сталкивалась с катастрофическим спадом экономики, длящимся на протяжении года. За десятилетие после того как лопнул пузырь, в стране было лишь два года, когда реальный ВВП фактически снижался.

Но год за годом темпы роста замедлялись, и не только в сравнении с предыдущими периодами, но и исходя из любой обоснованной оценки роста экономического потенциала этой страны. В течение десятилетия после 1991-го был один год, когда страна росла так же быстро, как в среднем за год в предшествующем десятилетии. Если взять самую осторожную оценку роста потенциального объема выпуска в японской экономике, т. е. того объема продукции, который страна может произвести при полном использовании имеющихся ресурсов, то у Японии за это время был всего год, когда фактический объем продукции был точно таким же, как потенциально возможный.

У экономистов иногда бывают трудные для понимания, хотя и широко распространенные выражения. Одно

из них они применяли для описания ситуации в случае, когда говорили, что Япония сталкивается с «рецессией роста» — ситуацией, когда экономика растет, но этот рост не является достаточно быстрым, чтобы успевать за наращиванием мощностей в стране, из-за чего все больше и больше оборудования и работников простаивают. Обычно рецессии роста — довольно редкое явление, поскольку и бум, и резкий спад имеют тенденцию усиливаться, производя или быстрый рост, или явно выраженное экономическое снижение. Однако Япония в основном сталкивалась именно с рецессией роста на протяжении десятилетия, из-за чего она в своем развитии намного отстала от того уровня, которого могла бы достичь. Причиной этого был новый феномен — «депрессия роста».

Да и замедление темпов развития японской экономики само по себе было источником значительного замешательства. Дело в том, что депрессия проявилась в стране, в которой она никогда не была столь сильной, чтобы общественность требовала от властей каких-либо решительных действий. Поскольку экономический двигатель Японии постепенно утрачивал свою мощь, но не останавливался, издавая при этом режущий уши звук, правительство само постоянно принижало степень важности успеха, так как считало, что продолжающийся постоянный рост экономики подтверждает правильность его политики, даже если этот рост отстает от тех темпов, которых страна могла — и должна была — достичь. К тому же и японские, и иностранные аналитики обычно исходили из предположения, что поскольку экономика росла настолько медленно в течение такого длительного времени, то, значит, она просто не могла расти быстрее.

Таким образом, для экономической политики Японии была характерна странная комбинация самоуспокоенности и фатализма, а люди, занимавшиеся проведением этой политики, явно не желали серьезно задумываться о том, почему многое в их стране идет совершенно не по тому руслу.

Японская ловушка

В том, что в Японии в 1991 году начался резкий спад экономики, нет ничего мистического: рано или поздно финансовый пузырь должен был лопнуть, и когда это произошло, последовало сокращение инвестиций, потребления и как следствие общего спроса. То же самое наблюдалось в Соединенных Штатах, когда лопнул пузырь, надувшийся на фондовом рынке этой страны, а через десятилетие то же произошло и с ипотечным. Однако остается вопрос: почему политики Японии, и особенно ее центральный банк, оказались не способны оживить экономику, чтобы она снова смогла нормально функционировать?

Нам пора вернуться к истории о кооперативе, специализирующемся на присмотре за детьми. Предположим, фондовый рынок США оказался на грани краха, из-за чего доверие потребителей подорвано. Означает ли это неизбежную катастрофическую рецессию? Давайте рассмотрим это следующим образом: доверие потребителей снижается по той же причине, по которой обычный участник описываемого нами кооператива испытывает меньшее желание «выходить куда-то в люди» и для этого тратить купоны, а, наоборот, старается еще активнее их накапливать, чтобы иметь резерв на «черный день». Такое

поведение, разумеется, ведет к резкому экономическому спаду, но не является неизбежным, т. е. оно не проявится, если менеджмент будет внимательно отслеживать ситуацию и реагировать на нее простой эмиссией большего числа купонов. Именно это и сделал в 1987 году наш главный специалист по эмиссии купонов в стране Алан Гринспен (Alan Greenspan)¹.

Предположим, что эмитент не отреагировал на ухудшение ситуации достаточно быстро, и экономика действительно оказалась в состоянии резкого спада. Но не паникуйте: даже если глава «купонного» ведомства временно запаздывает с необходимыми действиями, он и в этих условиях обычно может поправить ситуацию, выпустив дополнительно денежные знаки, т. е. прибегнуть к основательной денежной экспансии, подобной тем, которые исправили положение дел в 1981–1982-м, 1990–1991-м и 2001-м.

А что можно сказать обо всех неудовлетворительных инвестициях, сделанных в период бума? Прежде всего то, что истраченного напрасно капитала в такие периоды бывает очень много, и это не слишком очевидная причина, объясняющая, почему такие инвестиции, осуществлен-

¹ Алан Гринспен (род. 6 марта 1926, Нью-Йорк, штат Нью-Йорк, США) — выдающийся американский финансист, председатель Федеральной резервной системы США (1987–2006). В 1954 году вместе с Уильямом Таунсендом основал консалтинговую компанию «Таунсенд-Гринспен». В 1974–1977 годах — председатель Совета экономических советников при президенте США. В 1981–1983-м — председатель Национальной комиссии по реформе системы социального страхования. В 1987-м назначен председателем совета управляющих ФРС после отставки Пола Волкера. — *Примеч. науч. ред.*

ные в прошлом, приводят к реальному снижению объема продукции в настоящем. Может быть, производственные мощности и не выросли настолько, насколько предполагалось, но они ведь и не снизились. Почему бы просто не напечатать достаточного количества денег с целью поддерживать расходы так, чтобы экономика могла полностью использовать имеющиеся у нее мощности?

Вспомните историю нашего кооператива: резкие экономические спады вовсе не являются наказаниями за наши грехи — это те страдания, которые мы обречены перенести. Кооператив «Кэпитэл-Хилл» оказался в трудной ситуации не потому, что его члены действовали плохо или были неумелыми беби-ситтерами, — их трудности вовсе не являются результатом серьезных ошибок, которые привели к снижению ценности кооператива. Не стало причиной этого и желание членов кооператива отдавать предпочтение приятелям. Рассматриваемая здесь проблема по своей природе была технической: слишком много людей имело слишком мало «валюты», и эту ситуацию можно было бы решить относительно просто, и именно так она и была устранена. История этого кооператива должна стать для нас своего рода прививкой, помогающей не впадать в состояние фатализма и пессимизма. Вполне вероятно, из нее можно сделать вывод, что рецессии всегда можно излечить, причем сделать это достаточно легко.

Но почему в данном случае Япония не взяла себя в руки после того, как ее пузырь лопнул? Как она смогла оказаться в состоянии трудноизлечимого экономического спада, столь серьезного, что простой эмиссией обойтись было нельзя? Давайте немного изменим историю о нашем кооперативе, и тогда будет нетрудно создать ситуацию,

в значительной степени напоминающую ту, при которой в Японии возникла описываемая здесь проблема.

Во-первых, представим кооператив, члены которого понимали, что в предложенной системе есть никому не нужные неудобства: бывают ситуации, когда семейная пара должна отправиться куда-нибудь несколько раз подряд, из-за чего у нее закончатся купоны, и поэтому она не сможет получить услугу, даже если готова впоследствии «отдать долги», т. е. посидеть с другими детьми. Чтобы решить эту проблему, предположим, кооператив разрешил своим членам занимать дополнительные купоны у руководства этой организации, когда им это необходимо, на условиях погашения этого займа купонами, полученными впоследствии за свои услуги беби-ситтеров. (Мы могли бы подвести эту историю еще ближе к тому, как работают реальные экономики, представив, что пары также могут занимать купоны друг у друга, а процентная ставка на этом примитивном рынке капитала тогда играла бы роль «учетной ставки», к которой прибегает руководство этого кооператива в нашем рассказе.) Однако чтобы при получении этой привилегии члены кооператива не допускали злоупотреблений, руководству этой организации надо ввести штраф, предусматривающий, что заемщики должны отдать больше купонов, чем заняли.

При этом в новой системе пары будут накапливать меньшие резервы купонов, чем прежде, зная, что в случае необходимости всегда могут занять необходимое количество «валюты». Конечно, служащим кооператива потребуются овладеть этим новым инструментом менеджмента. Если члены кооператива сообщают, что им легко найти беби-ситтеров, но при этом трудно отыскать возможности, чтобы предоставить эти услуги самим, значит, условия,

на которых они могут занимать купоны, стали более благоприятными, а это побудит их чаще выходить из дома по своим делам. Если беби-ситтеров, наоборот, мало, т. е. они стали редким ресурсом, условия «займа» могут еще больше осложнить ситуацию, так как побудят людей реже покидать дом.

Другими словами, в этом более продвинутом с точки зрения услуг кооперативе появляется своего рода центральный банк, который может стимулировать депрессивную экономику, снижая процентную ставку, или охлаждать перегретое состояние, повышая ее.

Но в Японии процентные ставки упали почти до нуля, и тем не менее экономика оставалась в состоянии резкого спада. Но разве мы вынесли все необходимые уроки из нашей истории о кооперативе?

Представьте, что у услуг по присмотру за детьми имеется сезонность спроса и предложения. Зимой, когда на улице холодно и темно, пары не горят большим желанием куда-либо выходить, а скорее готовы оставаться дома и присматривать за чужими детьми, накапливая таким образом купоны, которыми они смогут воспользоваться приятными летними вечерами. Если такая сезонность не слишком сильно выражена, кооператив сможет продолжать удерживать баланс предложения и спроса на услуги, установив низкие процентные ставки на купоны в зимние месяцы и более высокие — в летние. Однако допустим, что сезонность является очень сильной. Тогда зимой, даже при нулевых процентных ставках, все равно будет больше пар, готовых посидеть с другими детьми, чем тех, кто выходит из дома, из чего следует, что возможности для предоставления услуги будет отыскать трудно, и поэтому пары, старающиеся накопить резервы купонов для летних

развлечений, будут менее готовы использовать эту «валюту» зимой, из-за чего возможностей для услуг станет еще меньше... То есть кооператив войдет в состояние рецессии даже при нулевой процентной ставке.

А 1990-е годы были для Японии временем такого «вне-сезонья» — может быть, из-за стареющего населения или из-за общей неуверенности в будущем. Граждане Японии, по-видимому, не хотели тратить достаточно много, а это не позволяло использовать мощности экономики даже при нулевой процентной ставке. Япония, как говорят экономисты, оказалась в вызывающей ужас «ловушке ликвидности». То, что вы сейчас прочитали, — это упрощенное объяснение того, что представляет собой такая ловушка и как она может возникнуть.

Япония «по воле волн»

Стандартные ответные меры, к которым обычно прибегают при возникновении рецессии, — снижение процентных ставок, чтобы позволить людям дешево занимать купоны на услуги по присмотру за детьми, чтобы они сами снова начали выходить из дома. Япония медленно снижала процентные ставки после того как пузырь лопнул, и в конце концов довела их до нулевого уровня, но этого оказалось недостаточно. Что же делать дальше?

Классический ответ, один из тех, который связывают с именем Джона Мейнарда Кейнса, таков: если частный сектор не тратит достаточно средств на обеспечение полной занятости, его роль должен взять на себя государственный сектор, поддержав тем самым ослабленную экономику. Пусть правительство занимает деньги и использует соответствующие фонды для финансирования по возмож-

ности самых важных государственных инвестиционных проектов (что на самом деле вторично) и тем самым обеспечивает людей работой. В результате они с большей готовностью будут тратить, что в свою очередь вызовет увеличение рабочих мест и т. д. Великая депрессия в Соединенных Штатах была закончена в результате масштабной программы общественных работ, которые финансировали так, что возник бюджетный дефицит программы, известной как Вторая мировая война. Почему бы не попытаться снова добиться роста Японии рывком, воспользовавшись более мирным вариантом этого подхода.

Япония попыталась это сделать. В 1990-х правительство прибегло к серии стимулирующих пакетов, заняв деньги для строительства дорог и мостов, независимо от того, требовались ли они стране или нет. С помощью этих пакетов непосредственно создавали рабочие места, и каждый раз, когда использовался этот рецепт, ускорялось развитие экономики в целом.

Трудность заключалась в том, что программы этого рода не оказывали достаточно сильного влияния на иену. В 1991 году японское правительство испытывало достаточно крупный бюджетный профицит (2,9% ВВП). К 1996 году вместо него появился угрожающий дефицит, составлявший 4,3% ВВП. Однако экономический двигатель по-прежнему работал рывками. Постоянно растущие дефициты начали вызывать беспокойство у Министерства финансов Японии, которое было озабочено долгосрочным положением дел с бюджетом. Большие тревоги возникали и из-за демографических показателей (которые, возможно, также существенно влияли на высокие показатели сбережений и низкий спрос на инвестиции). Как и в других странах, здесь наблюдался беби-бум, за которым последовал

внезапный спад рождаемости, после чего страна столкнулась с перспективой превышения числа пенсионеров над работающим населением. В Японии эта проблема стоит особенно остро: количество граждан трудоспособного возраста в ней неуклонно снижается, в то время как количество пенсионеров быстро растет. Поскольку люди, выходящие на пенсию, становятся тяжелым финансовым бременем для современных органов власти и получателями дорогостоящих государственных пенсий и услуг здравоохранения, из стандартных фискальных принципов следует, что Японии следовало бы создать доверительный фонд, который должен был заниматься обеспечением будущих расходов, а не постоянно растущими дефицитами.

В 1997 году голоса людей, призывавших к ответственному отношению к финансам, оказались самыми громкими, и премьер-министр Рютаро Хасимото (Ryutaro Hashimoto), чтобы снизить бюджетный дефицит, повысил налоги. Экономика немедленно погрузилась в состояние рецессии, что вновь вернуло ее к дефицитному расходованию. В 1998 году в стране была разработана новая масштабная программа государственных работ, но на этот раз учли фискальный аспект, который с тех пор «отказывается» уходить. Инвесторы вскоре обратили внимание на то, что Япония планировала дефицит, равный 10% ВВП и что соотношение долгов властей и ВВП уже превысило 100%. Если такие цифры появляются в странах Латинской Америки, то говорят, что они рискуют выходом на уровень гиперинфляции. Конечно, никто не ожидал гиперинфляции в Японии, но инвесторы как минимум были обеспокоены разумностью проводимой властями долгосрочной финансовой политики. Если очень коротко, попытка «за-

вести» экономику при помощи дефицитных расходов, как создается впечатление, привела к выходу за допустимые ограничения.

Были ли какие-то другие варианты действий?

Один стандартный ответ на «застывшую» экономику — правительственные расходы, другой — «накачка» банков. В отношении Великой депрессии существует довольно широко распространенное мнение, что она сохранялась так долго из-за того, что банковский кризис в 1930–1931 годах оказал долгосрочное отрицательное влияние на рынки кредитования. Люди, разделяющие это мнение, считают, что были бизнесмены, причем вполне ответственные заемщики, готовые тратить больше, будь у них доступ к кредитам. Но банки, которые могли бы предоставить им эти займы, сами оказались в простое и были не способны мобилизовать денежные средства, поскольку доверие людей к банкам было подорвано. Вот как можно описать данную ситуацию на уровне кооператива по присмотру за детьми: есть пары, которые готовы выходить из дома зимой и сидеть с детьми летом, но они не могут найти того, кто дал бы им для этого в кредит необходимые купоны.

Японские банки за годы экономики мыльного пузыря выдали множество невыгодных займов, и последующая длительная стагнация привела к тому, что и многие другие займы стали также невыгодными. Поэтому теория о резком экономическом спаде в Японии строилась на том, что страна оказалась в ловушке ликвидности главным образом по причине того, что ее банки слабо финансировали клиентов. При этом предлагался рецепт: решите проблемы в банковской системе, и экономика восстановится. В конце 1998 года законодатели Японии приняли план спасения банков размером в 500 млрд долларов.

Другим вариантом для Японии был сценарий повышения инфляции. Здесь необходимо дать некоторые пояснения.

Истина заключается в том, что экономисты в течение длительного времени не слишком думали о ловушках ликвидности. До возникновения больших трудностей у Японии в 1990-е годы последний раз крупная экономика оказывалась в подобной ловушке в Соединенных Штатах, и это случилось в конце 1930-х. Историки экономики обычно принижают значимость подобных событий, утверждая, что на самом деле никакой ловушки ликвидности не было, что Федеральная резервная система могла бы легко выбраться из такой ситуации, если бы достаточно постаралась, либо что мы попали в эту ловушку только из-за беспрецедентных политических ошибок, которые вряд ли когда-либо повторятся. Поэтому, когда в середине 1990-х «японская ловушка» стала очевидной, экономисты были в основном не готовы к ее анализу, а если оценить ситуацию более критически, вовсе не интересовались ею. Я продолжаю удивляться тому, как мало экономистов во всем мире понимают, насколько важна проблема «ловушки ликвидности» Японии с практической точки зрения. Она является вызовом нашим экономическим доктринам.

Однако экономическая наука, как формулировал это великий экономист викторианской эпохи Альфред Маршалл (Alfred Marshall), является «не набором устоявшихся норм и традиций, а орудием для открытия конкретной истины». Или, если объяснить это высказывание проще и сформулировать его не столь поэтичным языком, старые модели могут научить нас и новым хитростям. Как мы ви-

дели в одном из возможных сценариев развития кооператива беби-ситтеров, призванного объяснить, почему центральный банк обычно способен вылечить рецессию, снижая процентные ставки, можно обнаружить обстоятельства, при которых такое «внебиржевое» вмешательство¹ не работает. Эта уточненная версия, как оказалось, также демонстрирует, какими могут быть некоторые рекомендации относительно путей выхода из «ловушки ликвидности» или относительно того, как избежать попадания в нее.

Не забывайте, что базовая проблема с рассматриваемым нами кооперативом возникла из-за того, что люди хотят экономить «валюту», получаемую за предоставление ими услуг зимой, для того чтобы воспользоваться ею летом, и даже готовы это делать при нулевой процентной ставке. Но в целом члены кооператива *не могут* сэкономить зимние услуги для летнего использования, поэтому усилия отдельных людей, которые хотят сделать это, все равно ничем не заканчиваются и лишь продуцируют зимний спад.

Любой экономист должен в данном случае немедленно предложить следующий ответ: выяснить правильную цену, т. е. дать всем понять, что «валюта», заработанная зимой, будет девальвирована, если хранить ее до лета, т. е., например, следует ввести правило, что пять часов услуги и соответствующее этому времени число талонов, полученных зимой, летом были эквивалентны только четырем часам. Это заставит людей использовать свои талоны

¹ Over-the-counter (англ.) — продаваемый без посредников или внебиржевой, например относящийся к сети дилеров по торговле ценными бумагами, связанных между собой телефоном и компьютерными сетями, и не расположенный в каком-то определенном месте. — *Примеч науч. ред.*

за услуги быстрее, благодаря чему возникнет больше возможностей для оказания услуг. Может быть, вы решите, что в таком подходе есть что-то несправедливое, т. е. имеет место «экспроприация» накоплений. Однако реалии таковы, что кооператив в целом *не может* накапливать зимние услуги для летнего использования, и поэтому введение указанного правила ослабляет стимулы тех его участников, которые хотели бы менять зимние часы на летние в соотношении один к одному.

Но что в более крупной экономике, т. е. выходящей за пределы нашего кооператива, соответствует нашим купонам, ценность которых летом частично уменьшается? Ответ на этот вопрос — *инфляция*, из-за которой фактическая стоимость денег со временем снижается. Или, если говорить точнее, одна из тех мер, при помощи которых экономика могла бы выйти из ловушки ликвидности, — *ожидаемая инфляция*, которая «отговаривает» людей заниматься накоплением денег. Если вы считаете, что вероятность появления ловушки ликвидности высока, а ситуация в Японии такова, что так оно и есть, и поэтому к ее анализу надо отнестись очень серьезно, то вы неизбежно придете к выводу, что ожидаемая инфляция будет вполне хорошим стимулом выхода, поскольку поможет вам выбраться из ловушки. Я объяснил плюсы инфляции, используя примеры из модели деятельности кооператива бебиситтеров, но тот же самый вывод будет сделан и после применения любой стандартной математической модели, к которым прибегают обычные экономисты при обсуждении кредитно-денежной политики. И действительно, уже давно существует направление, представители которого утверждают, что умеренная инфляция может быть необходима, если кредитно-денежная политика способна

справиться с рецессиями. Однако сторонники инфляции должны признать (и спорить здесь не о чем), что стабильные цены всегда желательны, и поэтому продвижение инфляции — это создание испорченных и опасных стимулов. Такая убежденность в важности ценовой стабильности не основывается на стандартных экономических моделях, скорее наоборот — обычная теория, о которой рассказывается в учебниках, если ее применить к необычным обстоятельствам в Японии, прямо указывает, что для этой страны естественным решением является инфляция. Но традиционная экономическая теория и традиционная экономическая мудрость — это далеко не всегда одно и то же: конфликт между ними становится все более очевидным, когда страны одна за другой, столкнувшись с финансовым кризисом, должны сделать тяжелый выбор.

Восстановление Японии

Экономика Японии в конце концов начала подавать некоторые сигналы, свидетельствующие о восстановлении, и произошло это приблизительно в 2003 году. Реальный ВВП начал расти примерно со скоростью чуть выше 2% в год, уровень безработицы снизился, ослабла и мучительная дефляция, терзающая экономику (и усугубляющая дефицит ликвидности), хотя никаких сигналов, свидетельствующих о фактической инфляции, не было. Что же пошло правильным образом?

Ответ будет таким — в основном экспорт. В середине нынешнего десятилетия Соединенные Штаты столкнулись с очень большими торговыми дефицитами, в огромных количествах импортируя готовую продукцию. Некоторые из этих товаров поступали из Японии, хотя основная доля

импорта шла из Китая и других развивающихся стран. Но Япония также выигрывала благодаря китайскому росту, потому что многие готовые китайские товары производятся из компонентов, сделанных в Японии. Одним из побочных эффектов американского импортного бума стало повышение японского экспорта и восстановление японской экономики.

В то же время возможность Японии выскользнуть в это время из ловушки не была гарантированной. Процентная ставка по онкольным ссудам¹ в Японии, эквивалентная процентной ставке по краткосрочным кредитам в США² (устанавливаемой Федеральной резервной системой), в момент работы над этой книгой составляла всего 0,5%. Это означало, что при возникновении рецессии у Банка Японии были слишком ограниченные возможности для снижения процентных ставок. А если рецессия окажется глубокой, страна снова окажется в ловушке.

¹ Call money rate (англ.) — ставка по ссудам до востребования или при краткосрочном уведомлении (онкольным ссудам), в том числе по брокерским кредитам. В банковской практике предоставляются под обеспечение векселями, другими ценными бумагами, товарами. По степени ликвидности являются первоклассными активами. Также (money at call and short notice, англ.) — статья баланса банка, включающая наиболее ликвидные активы, в том числе ссуды учетным домам (обычно до семи дней) и биржевым фирмам (до 14 дней). — Примеч. науч. ред.

² Federal funds rate (англ.) — ставка, по которой банки США кредитуют друг друга на один день или короткие сроки за счет свободных средств в федеральных резервных банках (в одном из 12 банков, составляющих Федеральную резервную систему, обеспечивающую регулирование банковской деятельности в США), наиболее чувствительный показатель состояния денежного рынка. — Примеч. науч. ред.

КРАХ В АЗИИ

глава 4

Таиланд вовсе не маленькая страна. В этом государстве больше жителей, чем в Великобритании или Франции, а Бангкок, раскинувшийся на большой территории, поражает воображение: жизнь там кипит круглосуточно. Однако в масштабах мировой экономики по показателям коммерческой деятельности Таиланд невелик. Несмотря на быстрый рост в 1980 и 1990-х, он по-прежнему остается бедным государством — у всех его жителей совокупная покупательная способность не выше, чем у населения Массачусетса. С учетом сказанного, возможно, кто-то решит, что тайская экономика, в отличие от экономических гигантов, вроде Японии, интересовала только тайцев, их ближайших соседей и бизнесменов, имевших прямые финансовые интересы в этой стране.

Однако девальвация в 1997 году тайской валюты, бата, инициировала финансовую лавину, которая прошла по большей части Азии, что породило ряд вопросов, основные из которых — почему это случилось и как это вообще могло произойти? Но прежде чем мы получим ответы на вопросы «почему?» и «как?», давайте разберем историю тайского бума, краха, случившегося в этой стране, и распространение его последствий по всей Азии.

Бум

Таиланд позже других стран этого региона стал участником азиатского чуда. Страна, в первую очередь являвшаяся традиционным экспортером сельскохозяйственной продукции, начала выступать как крупный промышленный центр только в 1980-х, когда иностранные фирмы, особенно японские, стали строить здесь свои заводы. А после того как экономика пошла вверх, этот процесс

резко усилился: крестьяне начали все активнее переезжать из сельской местности и занимать новые рабочие места в городах, первая волна иностранных инвесторов получила хорошие дивиденды, и за ними последовали другие. В этот период Таиланд рос со скоростью 8% в год и даже выше. Вскоре знаменитые храмы Бангкока оказались в тени офисных и жилых небоскребов. Как и его соседи, Таиланд стал местом, где миллионы обычных людей начали переходить из состояния крайней бедности на уровень более или менее достойной жизни, а отдельные его граждане стали по-настоящему очень богатыми.

Было начало 1990-х. Большинство инвестиций, обеспечивавших этот рост, являлись сбережениями самих тайцев. Благодаря иностранным деньгам отстроились крупные экспортные предприятия, но малый бизнес финансировался местными предпринимателями из собственных средств, а строительство новых офисных и жилых кварталов обеспечивалось из банковских вкладов местных домохозяйств. В 1991 году внешний долг страны снизился чуть ниже ее годового экспорта: не бог весть какое достижение, но уже более или менее приемлемое, по крайней мере, с точки зрения безопасности. (В тот же год в Латинской Америке долги превышали объем экспорта в среднем в 2,7 раза.)

Однако на протяжении 1990-х финансовая самодостаточность Таиланда стала ослабевать. Подпитка в основном шла извне. Устранение долгового кризиса в Латинской Америке, о чем рассказывалось в главе 2, снова сделало инвестиции в страны третьего мира привлекательным бизнесом. После падения коммунистических идей и приватизации зарубежные инвесторы, привыкшие действовать в более безопасных условиях западного мира, стали

считать свои вложения в эти государства менее рискованными, чем прежде. В начале 1990-х процентные ставки в промышленно развитых странах были очень низкими, поскольку центральные банки пытались вывести экономики своих стран из состояния вялотекущей рецессии, и многие инвесторы в поисках более высоких доходов отправлялись за границу. Возможно, самой важной составляющей было изменение в терминологии: инвестиционные фонды предложили новое название для той части земного шара, которая в прошлом называлась третьим миром, или развивающимися странами. Теперь их относили к формирующимся рынкам, ставшим своего рода новым фронтиром¹ финансовых возможностей.

Инвесторы активно откликнулись на это. В 1990 году потоки частного капитала в развивающиеся страны составили 42 млрд долларов, да и официальные учреждения, вроде Международного валютного фонда и Всемирного банка, играли в этом процессе важную роль: финансировали больше инвестиций в третий мир, чем все частные инвесторы вместе взятые. Хотя к 1997 году поток «официальных» денег фактически уменьшился, поступление частного капитала в развивающиеся страны выросло до 256 млрд долларов. Вначале большая часть этих денег ушла в страны Латинской Америки, особенно в Мексику, но после 1994-го эти средства все больше направлялись в страны Юго-Восточной Азии, положение дел в которых казалось все более безопасным.

¹ Frontier (англ.) — в эпоху освоения Дикого Запада постоянно двигавшаяся на Запад граница освоенных земель. Обычно используется для обозначения новой сферы деятельности, обеспечивающей наибольшие возможности при имеющемся, но относительно умеренном риске. — *Примеч. науч. ред.*

Как деньги, поступающие широким фронтом, начиная от Токио или Франкфурта, оказывались в Бангкоке или Джакарте? (Большую часть кредитов азиатским странам выдавали Япония или Европа, а банки США — благодаря мудрости своих руководителей или просто удаче — в этом процессе в основном играли второстепенную роль.) Что происходило с деньгами, когда они поступали в этот регион? Давайте разберемся с этим последовательно.

Начнем мы с типичной транзакции: японский банк предоставляет заем некой тайской финансовой компании, организации, чья основная цель — действовать как конвейерная лента для переноса иностранных денег из одной страны в другую. Теперь, после получения этого займа, данная финансовая компания располагает иенами, которые она использует для выдачи кредитов по более высокой процентной ставке местному застройщику. Но девелопер хочет получить деньги в батах, а не в иенах, так как ему надо купить землю и платить своим работникам в местной валюте. Поэтому финансовая компания отправляется на валютный рынок и обменивает свои иены на баты.

Валютный рынок, как и любой другой, управляется законом спроса и предложения: повышение спроса на что-либо обычно приводит к увеличению цены этого товара. Другими словами, спрос на баты финансовой компании приводит, как правило, к тому, что его стоимость относительно других валют повышается. Но в годы бума центральный банк Таиланда взял обязательства поддерживать стабильный обменный курс между батом и долларом США. Чтобы добиться этого, ему надо было компенсировать любое повышение спроса на баты аналогичным увеличением его предложения, и из-за этого шла продажа батов и покупка иностранной валюты, вроде долларов или

иен. Поэтому косвенным результатом первоначального займа в иенах в итоге является повышение резервов иностранной валюты в банке Таиланда и увеличение предложения тайской валюты. Также в экономике этой страны будет расширение кредита, и не только в виде займа, непосредственно полученного финансовой компанией, но и дополнительных кредитов, предоставляемых банками, в которые депонированы вновь созданные баты. А поскольку большая часть выданных денег в основном возвращается в банки в виде новых депозитов, это позволяет финансировать следующие займы, т. е. процесс продолжается в варианте классического «денежного мультипликатора», сущность которого изучают в курсе экономики. (Мое описание банковского кризиса в Аргентине, произошедшего в 1995 году, было примером того, как тот же самый процесс действует в обратном направлении.)

По мере того как из-за границы поступает все больше и больше займов, происходит масштабное увеличение кредитов в стране, что способствует возникновению следующей волны новых инвестиций. Некоторые из них осуществляются в виде непосредственного строительства, в основном офисных и жилых зданий, но, конечно, осуществляется и много чисто спекулятивных сделок, как правило, в сфере недвижимости, а также на фондовой бирже. К началу 1996 года страны Юго-Восточной Азии начали в значительной степени напоминать экономику мыльного пузыря Японии конца 1980-х.

Почему власти, отвечающие за денежные потоки, не поставили преграды для спекулятивного бума? Ответ такой: они пытались это сделать, но им не удалось добиться нужного результата. Во всех азиатских государствах центральные банки делали попытку «стерилизовать» приток

капитала, обязать участников продавать баты на рынке иностранной валюты, банк Таиланда стремился получать эти баты обратно, продавая облигации, и фактически хотел занять обратно те деньги, которые он только что напечатал. Однако подобная политика приводила к повышению локальных процентных ставок, что делало заимствование из-за рубежа еще более привлекательным, в результате чего насос накачивания в страну дополнительных иен и долларов работал еще более активно. Усилия по «стерилизации» окончились неудачей: масштабы выдаваемых кредитов продолжали расти.

Единственный способ, с помощью которого центральный банк мог бы не допустить нарастания количества денег в обороте и увеличения масштабов кредита, — перестать пытаться зафиксировать обменный курс, т. е. просто позволить бату расти. Именно это, как многие умники теперь задним числом утверждают, и нужно было сделать Таиланду. Но в то время подобное предложение воспринималось как неудачное: более сильный бат сделал бы тайский экспорт менее конкурентоспособным на мировых рынках (поскольку заработные платы и другие издержки в долларовом исчислении повысились бы); к тому же власти Таиланда считали, что в целом стабильный обменный курс полезен для сохранения доверия бизнеса, но Таиланд слишком маленькая страна, чтобы угнаться за широко колеблющимся обменным курсом, к чему привыкли Соединенные Штаты.

Из-за этого буму «разрешили» следовать своим курсом. В конце концов экспансия денег и кредита, о чем рассказывается в любом учебнике по экономике, имеет собственные ограничения. Активно нарастающие инвестиции

совместно с резким увеличением расходов новыми потребителями, получившими такую возможность, привели к всплеску импорта, а экономика, находящаяся в состоянии бума, вызывала рост заработной платы, что делало тайский экспорт менее конкурентоспособным (особенно по причине того, что Китай, серьезный конкурент Таиланда, в 1994 году девальвировал свою валюту). Из-за этого темпы роста экспорта замедлились. Результатом стал огромный внешнеторговый дефицит. Вместо того чтобы подкреплять национальные деньги и кредиты, займы в иностранной валюте начали использоваться для оплаты импорта.

А почему бы и нет? Некоторые экономисты, как и сторонники мексиканского варианта в начале 1990-х, утверждают, что внешнеторговые дефициты Таиланда, Малайзии и Индонезии были свидетельством вовсе не экономической слабости, а наоборот, их экономической силы, поскольку рынки работали именно так, как предполагалось. Можно еще раз привести прежний аргумент: если исходить только из бухгалтерских приемов, страна, привлекающая поток капиталов, должна в итоге иметь дефицит текущего платежного баланса того же самого размера. Поэтому, если вы считаете, что приток капитала в Юго-Восточную Азию был экономически оправдан, у вас будет внешнеторговый дефицит. И почему бы миру не вкладывать огромный капитал в Юго-Восточную Азию, учитывая рекордные темпы роста стран этого региона и их экономическую стабильность? В конце концов ведь речь шла не о том, чтобы правительства занимались увеличением своих расходов за счет внешних средств: Малайзия и Индонезия вкладывали и свои деньги в грандиозные проекты общественного назначения, они оплачивали их из текущих доходов, и их бюджеты были более или менее

сбалансированными. Эти внешнеторговые дефициты были результатом решений, принимаемых в частном секторе. Но разве власти должны были предугадывать, какими будут эти решения?

Это так. Все больше и больше аналитиков стали испытывать беспокойство, когда дефициты Таиланда и Малайзии начали достигать 6, 7, 8% ВВП, т. е. выходить на те показатели, с которыми столкнулась до этого Мексика накануне возникновения в ней «текилового» кризиса. Мексиканский опыт убедил некоторых экономистов, что к международным потокам капитала, даже если они отражают неискаженные решения частного сектора, вовсе не следует относиться с доверием. Мнение о перспективах Азии инвесторов, игравших на повышение, во многом напоминало их настрой в отношении Латинской Америки за пару лет до этого. К тому же опыт Мексики позволял предположить, что смена рыночных настроений, когда она наступает, может быть резкой, и справиться с ней очень сложно.

Мы также должны отметить, что утверждение, будто азиатские заимствования отражали лишь решения частного сектора, не в полной мере верны. В отношении Юго-Восточной Азии, как и Японии в годы надувания там пузыря, существовала проблема, связанная с угрозой недобросовестности, которая вскоре получила название кланового капитализма.

Давайте вернемся к рассматриваемой нами в примере тайской финансовой компании — организации, которая заняла иены и тем самым породила дальнейший процесс экспансии кредита. Что на самом деле представляли собой эти финансовые компании? Они не были в привычном понимании обычными банками: в основном лишь у немногих из них были свои вкладчики, а может

быть, и ни у кого не было вовсе. Не были они похожи и на западные инвестиционные банки, хранилища специализированной информации, которые могли бы помочь прямому финансированию, чтобы средства использовались с прибылью. Для чего же тогда они были созданы? Какие услуги они предоставляли другим?

По существу, ответ заключается в том, что основным их активом были политические связи. Часто владелец финансовой компании являлся родственником кого-то из правительственных чиновников. И поэтому утверждения, что не следует судить предвзято о решениях, связанных с деятельностью частного сектора, о том, сколько занимать и куда инвестировать, выглядят, по крайней мере, поверхностными. Ведь займы, выдававшиеся таким финансовым компаниям, вовсе не похожи на те, которые обеспечивают поддержку средствам, вкладываемым в сберегательные учреждения в США. Но иностранные банки, которые одалживали деньги финансовой компании, принадлежавшей племяннику министра, можно было бы понять: они исходили из того, что министр является для них небольшой дополнительной защитой и что в случае необходимости он поможет отыскать способ спасения этой компании, если ее инвестиции не будут работать так, как планировалось. Вполне вероятно, что иностранные кредиторы в этой ситуации были правы: приблизительно в девяти случаях из десяти, если возникла кризисная ситуация, они действительно получали помощь тайского правительства.

Теперь рассмотрим эту ситуацию с точки зрения племянника министра, владельца финансовой компании. Фактически его позиция позволяла ему занимать деньги

под низкие проценты, не отвечая при этом ни на какие вопросы. Тогда что могло быть более естественным, чем затем одолжить эти деньги под более высокий процент своему приятелю — девелоперу, чей новый офисный небоскреб мог начать приносить солидный доход, хотя это происходило и не всегда? Если события разворачивались не так, как планировалось, ничего страшного: министр сможет отыскать способ спасения этой финансовой компании. Другими словами, если выпадет орел, племянник будет в выигрыше, если решка — проиграют налогоплательщики.

В том или ином виде подобные игры происходили во всех странах, которые вскоре оказывались в состоянии кризиса. В Индонезии такие посредники играли менее активную роль: в этой стране типичные сомнительные транзакции обычно осуществлялись в виде прямых займов иностранного банка, предоставляемых компании, которую контролировал один из приятелей президента. Наиболее типичный пример этого рода — заем, который привел к краху гонконгский инвестиционный холдинг *Peregrine Investment Holdings*. Они выдали его таксомоторной компании, принадлежащей непосредственно дочери президента Сухарто (Suharto). В Корее крупными заемщиками были банки, фактически контролируемые чеболями¹ — огромными конгломератами, доминировавшими в национальной экономике, а до самого последнего времени

¹ Южнокорейская форма бизнес-конгломератов, представляющая собой группу формально самостоятельных фирм, находящихся в собственности определенных семей и под единым административным и финансовым контролем. Чеболи возникли в Южной Корее в конце Корейской войны и существуют до сих пор. — Примеч. ред.

и в политике. В масштабах всего этого региона неявные правительственные гарантии помогали получать инвестиции, которые иначе были бы и более рискованными, и менее перспективными, что усиливало и без того повышенный спекулятивный бум.

С учетом сказанного развитие некоторых экономических кризисов не было каким-то из ряда вон выходящим явлением. Некоторые из наших коллег утверждают, что предсказывали валютный кризис еще за год до его наступления. Однако тогда никто не понимал, насколько серьезным он будет.

2 июля 1997 года

На протяжении 1996 года и первой половины 1997-го кредитный механизм, при помощи которого был создан тайский бум, стал работать в другую сторону. Отчасти это произошло из-за внешних событий: рынки для некоторых видов тайского экспорта были неустойчивыми, а обесценивание японской иены привело к тому, что промышленность Юго-Восточной Азии стала менее конкурентоспособной. Впрочем, все можно объяснить гораздо проще: заведение обыграло игроков, как это всегда бывает в долгосрочной перспективе, растущее количество спекулятивных инвестиций, финансируемых прямо или косвенно дешевыми иностранными займами, стало неподъемным. Некоторые инвесторы обанкротились, часть финансовых компаний вышла из бизнеса. Иностранные кредиторы стали с большей осторожностью предоставлять новые деньги.

Утрата доверия в какой-то степени также усиливала этот процесс. Пока цены на недвижимость и акции на

фондовых биржах росли, даже сомнительные инвестиции казались выгодными. Когда же из пузыря начал выходить воздух, убытки стали нарастать, что вызвало дополнительное снижение доверия и в еще большей степени ограничило возможность получения новых кредитов. Еще до кризиса 2 июля цена земли и стоимость акций уже стали намного ниже своих пиковых значений.

Замедление иностранных заимствований вызвало проблемы у центрального банка. При поступлении иен и долларов в меньших количествах, спрос на бат на рынке иностранной валюты снизился, но потребность в обмене батов на иностранную валюту, нужную для оплаты импорта, оставалась прежней. Чтобы удержать стоимость бата от снижения, Банку Таиланда пришлось пойти на прямо противоположное тому, что он делал, когда капитал начал поступать в страну: он вышел на рынок и стал обменивать доллары и иены на баты, чтобы поддержать собственную валюту. Но существует очень существенная разница между ситуацией, когда вы пытаетесь удержать свою валюту от снижения и когда стараетесь повысить ее стоимость. В первом случае банк мог повысить предложение батов настолько, насколько хотел, так как ему ничто не мешало напечатать собственную валюту, но поступить точно так же с долларами было нельзя, из-за чего его возможности по подталкиванию бата вверх были ограничены. Рано или поздно резервы, имевшиеся в его распоряжении, должны были закончиться.

Единственный способ поддержать стоимость валюты — уменьшить число батов в обращении, повысить процентные ставки и тем самым снова сделать привлекательным заимствование долларов, чтобы реинвестировать их в баты. Однако это вызвало проблемы другого рода.

По мере того как инвестиционный бум затихал, тайская экономика замедлялась все сильнее. Строительная активность снижалась, что означало сокращение количества рабочих мест, это приводило к более низкому доходу, что, в свою очередь, провоцировало увольнения работников в других секторах экономики. Хотя это не была полномасштабная рецессия, но экономика перестала быть такой, какой уже «привыкла» быть. Поднятие процентных ставок еще больше отпугнуло инвесторов и, возможно, подтолкнуло к явно выраженному резкому экономическому спаду.

Альтернативой было предоставление валюте возможности колебаться, а для этого надо было прекратить покупать баты и позволить обменному курсу свободно меняться. Этот вариант был также непривлекательным, и не только потому, что девальвация валюты нанесла бы ущерб репутации властей, но и потому, что у очень многих банков, финансовых компаний и других тайских организаций долги были в долларах. Если бы долларовая стоимость бата выросла, многие из этих участников оказались бы неплатежеспособными.

Из-за этого правительство Таиланда действовало нерешительно. Оно не хотело, чтобы бат падал, но и не предпринимало никаких решительных мер, чтобы прекратить снижение резервов. Вместо этого оно выжидало, по-видимому, надеясь, что в конце концов все как-то образуется.

Словом, все происходило в соответствии со стандартным сценарием: это была классическая прелюдия, исполняемая перед возникновением валютного кризиса — ситуация, которую экономисты так любят приводить в качестве типовой модели, а спекулянты так любят провоцировать. Когда стало ясно, что правительство не в со-

стоянии наладить положение дел в экономике страны, все больше стало усиливаться чувство, что бату скорее всего позволят опуститься. Но поскольку этого не происходило, оставалось время, чтобы воспользоваться преимуществами ожидаемого события. Пока создавалось впечатление, что обменный курс между батом и долларом остается стабильным, тот факт, что процентные ставки в Таиланде были на несколько пунктов выше, чем в Соединенных Штатах, создавал стимул для заимствования в долларах и выдачи кредитов в батах. Но после того как возросла вероятность того, что бат вскоре будет девальвирован, стимул стал другим: лучше заимствовать в батах, рассчитывая на то, что долларовая стоимость этих кредитов вскоре сократится, и приобретать доллары в ожидании, что стоимость этих активов в батах вскоре возрастет. Местные бизнесмены занимали в батах и выплачивали свои долларовые займы. Богатые тайцы продавали имеющиеся у них правительственные облигации и покупали казначейские векселя США. И наконец, что не менее важно, некоторые крупные международные хеджевые фонды начали занимать бата и конвертировать их в доллары.

Все эти действия предусматривали продажу батов и покупку других видов валют, из чего следовало, что центральному банку надо было совершать покупки батов еще в больших объемах, чтобы удержать свою валюту от падения, а это еще быстрее вымывало его резервы иностранной валюты. Этот процесс усиливал убеждение, что бат рано или поздно — скорее всего рано — будет девальвирован. Другими словами, развивался классический полномасштабный валютный кризис.

Любой «врач», занимающийся «болезнями» денег, мог бы сообщить вам, что когда ситуация достигла определен-

ной точки, правительство должно действовать решительно, выбрав тот или иной способ: либо взять на себя четкое обязательство по защите валюты любой ценой, либо позволить ей самостоятельно отыскать свою стоимость в свободном колебании. Однако при принятии любого из этих решений власти обычно сталкиваются с тяжелыми временами. Как и в прошлом, так и, несомненно, в будущем, когда так поступят многие органы власти, правительство Таиланда выжидало и в то же время тратило свои резервы, пытаясь убедить рынки, что позиции страны прочнее, чем это было на самом деле. Благодаря «валютным свопам», хотя о применении этого приема не объявлялось, резервы банка выглядели масштабнее (фактически происходило заимствование долларов, предусматривающее их оплату впоследствии). И хотя складывалось впечатление, что давление иногда ослабевает, на самом деле оно всегда через какое-то время возвращалось к высокому уровню. К началу июля было ясно, что игра закончилась. Второго июля власти Таиланда отпустили бат в свободное плавание.

До этого момента все происходившее не вызывало никакого удивления. Использование резервов и спекулятивная атака на очевидно слабую валюту были такими, словно они списаны с учебников по экономике. Но, несмотря на недавний опыт «текилового» кризиса, большинство людей думали, что девальвация бата во многом станет концом этой истории. Да, этот шаг будет унижением для правительства и, возможно, тяжелейшим шоком для некоторых видов бизнеса, которые и до этого действовали на пределе, но никакой катастрофы не произойдет. Таиланд, несомненно, в этом отношении никак не напоминал Мексику. Никто не мог бы обвинить власти этой страны, что здесь наблюдались

«стабилизация, реформы и никакого роста». Не было в ней и своего тайского Карденаса, ожидающего своего часа, чтобы реализовать популистскую программу. И не было опустошающей рецессии.

Но все эти ожидания оказались ошибочными.

Катастрофа

Рецессия, распространившаяся по Азии после девальвации в Таиланде, требует получения ответов на два совершенно разных вопроса. Первый — чисто механический: как начался этот резкий экономический спад? Почему девальвация, проведенная в одной небольшой стране, вызвала коллапс инвестиций и ухудшение результатов на столь обширной территории? Другой, в какой-то мере более глубокий, вопрос — почему правительства не предотвратили катастрофу? Может быть, они не могли этого сделать? Что случилось с макроэкономической политикой?

Чтобы ответить на второй вопрос, по крайней мере, частично, потребуется значительно больше времени, поскольку у людей, пытающихся осмыслить ситуацию такого рода, существуют острые разногласия по поводу того, что надо делать в подобных случаях, поэтому давайте его оставим до следующей главы, а пока лишь попытаемся просто описать то, что случилось.

Когда все идет хорошо, когда валюте позволяют понижаться в цене, ничего ужасного не происходит. Когда Великобритания в 1992 году решила снять защиту со своего фунта, ее валюта упала приблизительно на 15%, но затем стабилизировалась: инвесторы решили, что худшее позади, более низкая валюта поможет экспорту

страны, и теперь Великобритания стала более привлекательным местом для инвестиций, чем была в прошлом. Стандартные расчеты по Таиланду заставляли предположить, что бату надо упасть примерно на 15%, чтобы тайская экономика снова стала конкурентной по издержкам, и поэтому вероятным казалось снижение примерно в таких масштабах. Но вместо этого валюта вошла в состояние свободного падения: за несколько следующих месяцев цена доллара в батах выросла на 50% и увеличилась бы еще больше, если бы Таиланд не повысил резко процентные ставки.

Почему бат упал так низко? Если ответить на этот вопрос очень кратко, можно ограничиться всего одной фразой — из-за паники. Но ведь бывают разные виды паники. Какая из них была на этот раз?

Иногда паника — всего лишь паника: иррациональная реакция части инвесторов, которая не объясняется фактическими новостями. Примером этого может служить краткое снижение стоимости доллара в 1981 году, которое произошло после того, как душевнобольной человек ранил Рональда Рейгана. Событие оказалось шокирующим. Но даже если бы Рейган умер, стабильность органов власти в США и последовательность ее политики вряд ли оказались бы нарушенными. Поэтому те, кто сохранил спокойствие и не стал в возникшей суматохе избавляться от долларов, в конечном счете были вознаграждены за свои здравые суждения и хладнокровность.

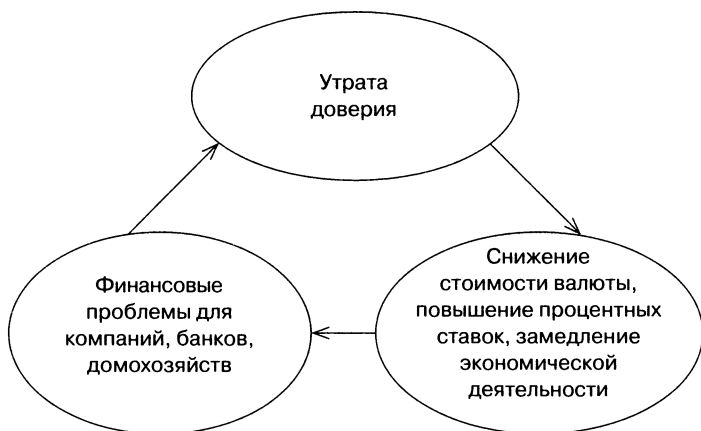
Однако для экономики намного важнее ситуация, когда паника, независимо от того, что именно ее вызывает, обосновывает и оправдывает сама себя. Классический

пример этого рода — «набег» на банк, т. е. ситуация, когда все вкладчики банка одновременно пытаются забрать свои вклады. Вследствие этого банк вынужден продавать свои активы по дешевке, что может привести к его банкротству, из-за этого те вкладчики, которые не поддались панике, оказываются в худшем положении, чем паникеры.

В Таиланде действительно произошло несколько таких «набегов», а еще больше их было в Индонезии. Однако фокусироваться только на этих ситуациях означает воспользоваться приведенной метафорой слишком буквально. То, что на самом деле произошло, было замкнутым кругом, удушающей петлей в виде финансового ухудшения и снижения доверия, которые усиливали и обуславливали друг друга. Обычные же банковские «набеги» представляли собой всего лишь частную составляющую процесса.

Процесс, который в той или иной разновидности происходил во всех азиатских экономиках, где имели место описываемые события, схематично показан на рис. 1, приведенном ниже. Его анализ можно начать с любого места в изображенном там круге — допустим, со снижения доверия к валюте в экономике Таиланда. Это ослабленное доверие вызывает у инвесторов — и национальных, и иностранных — желание забрать свои деньги и вывести их из страны. При прочих равных условиях из-за этого стоимость бата резко и существенно снизится. Поскольку центральный банк Таиланда больше не может оказывать поддержку своей валюте, покупая ее на рынке иностранной валюты (поскольку у него больше нет для этого долларов или иен), единственный способ, с помощью которого он может ограничить скорость обесценивания валюты, — повысить процентные ставки и изъять часть батов из обращения. К сожалению, и снижение стоимости валюты, и повыше-

ние процентных ставок порождают финансовые проблемы для бизнеса — и для финансовых институтов, и для других компаний. С одной стороны, у многих из них были кредиты в долларах, которые неожиданно стали более обременительными, когда количество батов в расчете на доллар возросло. С другой — у многих из них были и кредиты в батах, которые стало труднее обслуживать из-за повышения процентных ставок. Комбинация более высоких процентных ставок и ухудшившихся балансовых отчетов, с одной стороны, и банковской системы, которая часто сталкивалась с тем, что не может предоставить даже самые безопасные кредиты, — с другой, означала, что компаниям придется резко ограничить расходы, что вызвало рецессию, которая в свою очередь привела к появлению еще более плохих новостей из бухгалтерских отчетов. Все эти дурные финансовые известия неизбежно продолжали снижать доверие и далее, в результате чего экономика оказалась в катастрофическом состоянии.



Р и с . 1. Порочный круг финансового кризиса

Оставив пока в стороне все сложные детали (которые сейчас занимаются исследователи), мы увидим, что эта история сама по себе довольно проста, особенно в свете того, что что-то похожее произошло и в 1995 году в Мексике. Почему же тогда катастрофические последствия девальвации в Таиланде явились таким сюрпризом? Основной ответ на этот вопрос будет следующим. Хотя многие экономисты разбирались в отдельных составляющих этой истории, каждый из них понимал, что обратная связь, идущая от доверия к финансовым рынкам, реальной экономике, а затем снова к доверию, в принципе существует, но никто из этих аналитиков не осознавал, насколько мощно этот процесс обратной связи проявит себя на практике, поэтому никто не предположил, каким взрывчатым веществом окажется логический круг финансового кризиса.

Здесь можно провести параллель. Микрофон в аудитории всегда генерирует сигнал, отправляемый по контуру обратной связи: воспринимаемые им звуки усиливаются в репродукторах, звук из громкоговорителей воспринимается микрофоном и т. д. Пока в помещении отражаемые звуки не слишком сильны и коэффициент усиления не слишком высок, существует процесс демпфирования¹, и никаких проблем нет. Но поверните регулятор немного вправо, и процесс станет взрывообразным: любой небольшой звук фиксируется, усиливается, снова фиксируется, и неожиданно возникает оглушительный визжащий звук. Другими словами, то, что происходит,

¹ Процесс демпфирования (затухания, амортизации, заглушения) колебаний, искусственное подавление колебаний механических, электрических и др. систем. — *Примеч. науч. ред.*

объясняется не только качественным аспектом обратной связи, но и ее количественными параметрами. У всех вызвало удивление, что регулятор на самом деле оказался значительно повернут в сторону.

Действительно, даже сейчас есть множество людей, которым трудно поверить, что рыночная экономика на самом деле может быть нестабильной, а обратные связи, показанные на рисунке, — достаточно сильными и вызывать взрывной кризис. Но такое вполне возможно, и мы это видим, когда анализируем путь распространения кризиса.

Инфекция

Существует, по-видимому, весома́я причина, объясняющая, почему важнейшие встречи, посвященные международным финансам, особенно международному кризисному управлению, обычно проходят на спокойных курортах. Поэтому-то послевоенная денежная система закладывалась в *Mount Washington Hotel* в Бреттон-Вудсе, и по этой причине многие министры финансов из разных стран мира и главы центральных банков каждое лето собираются на курорте *Jackson Lake Lodge* в штате Вайоминг. Может быть, такие места помогают важным людям уйти от повседневных занятий, связанных с «тушением пожаров», и хотя бы на короткое время сфокусироваться на более крупных вопросах. И так, в начале октября 1997-го, когда азиатский кризис уже был в самом разгаре, но степень его серьезности была еще не до конца понятна, ряд банкиров, чиновников и экономистов съехались в Вудсток, штат Вермонт.

К тому времени стало совершенно очевидно, что Таиланд столкнулся с серьезной трудностью, валюта сосед-

ней Малайзии также подвергалась сильнейшему давлению, а индонезийская рупия к этому времени обесценилась приблизительно на 30%. Собравшиеся испытывали разные чувства: в основном считали, что Таиланд сам вызвал свои несчастья, к Малайзии же выражали небольшую симпатию. Она, как и Таиланд, за предыдущие несколько лет испытывала огромные дефициты текущего платежного баланса, хотя ее премьер-министр явно ухудшил ситуацию, когда обрушился с обвинениями в адрес вредных для страны спекулянтов. В отношении Индонезии все присутствующие соглашались, что у нее было право позволить своей валюте снижаться. Много хорошего было сказано об управлении экономикой этой страны, и поэтому слабость рупии была понятна не в полной мере. Ведь дефициты текущего платежного баланса Индонезии никогда не были такими большими относительно ВВП, как у ее соседей: они не достигали 4% ВВП. Дефицит Индонезии в 1996 году, скажем, был ниже, чем у Австралии. Экспортная база страны, частично сырье и частично производственные товары, требующие значительных затрат труда, выглядела прочной, и в целом экономика на базовом уровне казалась здоровой.

Однако при этом в течение трех месяцев Индонезия оставалась даже в худшем положении, чем остальная часть Юго-Восточной Азии, и двигалась к одному из самых тяжелых экономических спадов в мировой истории. К тому же кризис распространился не только по региону Юго-Восточной Азии, но охватил и Южную Корею, страну совсем другую по масштабам, чей ВВП был вдвое больше, чем у Индонезии, и втрое больше, чем у Таиланда.

Есть ряд весомых причин, объясняющих возникновение экономической инфекции. Представители одного

подхода утверждают, что когда Соединенные Штаты чихают, Канада подхватывает насморк, а также, что неудивительно, когда такая значительная часть канадского производства продается на рынках ее южного соседа-гиганта. Примерно такие же прямые связи были и у азиатских стран, оказавшихся в кризисе: Таиланд — рынок для продуктов Малайзии и наоборот. Чуть более сильная степень проявления этого фактора, скорее всего, объясняется тем, что азиатские государства часто продают похожие продукты третьим странам: когда Таиланд девальвировал свою валюту, одежда, которую он экспортировал на Запад, стала дешевле, что, естественно, снизило маржу прибылей для индонезийских производителей аналогичной продукции.

Но все оценки этого прямого перелива на «товарных рынках» в странах, оказавшихся в кризисе, свидетельствуют, что этот фактор никак нельзя считать основным, если говорить о силах, участвующих в распространении кризиса. В частности, роль Таиланда — в качестве как рынка, так и конкурента Южной Кореи, проявлялась лишь немногим больше, чем ошибка округления при оценке гораздо более крупной корейской экономики.

Более мощным источником инфекции скорее были прямые финансовые связи. Помимо того что тайцы являлись крупными инвесторами в Корею, а корейцы — в Таиланд, потоки денег часто направлялись через фонды «финансирования формирующихся рынков», которые связывали все страны региона друг с другом. Когда плохие новости начали поступать из Таиланда, деньги из этих фондов ушли, а поэтому их стало меньше и для всех стран региона. Даже более важным, чем механические контакты, был тот факт, что все азиатские экономики ассоциировались у инвесторов друг с другом. Их аппетит к этому региону подпитывался

чувством, что «азиатское чудо» было общим. И когда экономика одной страны в конечном счете оказалась не такой чудесной, как они рассчитывали, это подорвало доверие и ко всем остальным. Умные люди, собравшиеся в Вудстоке, возможно, рассматривали Индонезию совсем не так, как Таиланд, но инвесторы «с улицы» были менее уверены в разнице между этими странами и начали забирать свои деньги — просто на всякий случай.

Оказалось, что какой бы ни была разница между всеми этими странами, у них имелось одно общее — уязвимость к самооправдывающейся панике¹. Те, кто собрался в Вудстоке, оказалось, ошибались в своих оценках Индонезии, а правы были паникующие инвесторы. Это происходило не потому, что эти люди неправильно оценивали добродетели Индонезии, а потому, что недооценивали степень ее уязвимости. В Малайзии, Индонезии, Корее, как и в Таиланде, потеря доверия к рынку запустила в действие порочный круг, направленный на создание финансового и экономического коллапса. Поэтому не важно, что эти страны были лишь слабо связаны, если говорить о показателях физических товарных потоков. Они были

¹ В данном тексте выражения «самооправдывающаяся, самосбывающаяся, самоутверждающаяся или самообоснованная паника» (*self-validating panic*, *англ.*) следует рассматривать как синонимы. Здесь, как и ниже, чувствуется аналогия с понятием «*self-fulfilling prophecy*» — самоисполняющееся пророчество (прогноз). По Р. Мертону, теорему У. Томаса можно интерпретировать следующим образом: «Изначально ложное определение ситуации порождает новое поведение, которое делает первичное ложное представление правдивым. Это увековечивает царствование ошибки». Если еще проще — это ситуация, когда предсказание определенного события вызывает само событие. — *Примеч. науч. ред.*

также связаны друг с другом и в умах инвесторов, рассматривающих трудности одной азиатской страны как плохие новости из других стран. Когда экономика уязвима для такой разрушительной паники, задним числом оправдывающей свое возникновение, подобное мнение способствует этому еще больше.

Почему Азия? Почему в 1997-м?

Почему именно Азия столкнулась с ужасным экономическим кризисом и почему он начался в 1997 году? Как по этому поводу, вполне вероятно, высказался бы Билл Клинтон (Bill Clinton), ответ зависит от того, что вы имеете в виду под словом «почему». Может быть, вы спрашиваете о конкретных событиях или, может быть, что более важно, интересуетесь причиной экстраординарной уязвимости Азии в целом?

Если вы настаиваете, что вину за начало азиатского кризиса надо возложить на какое-то событие, то можно составить список подозреваемых, который окажется довольно привычным. Одним из них является обменный курс между иеной и долларом: с 1995 по 1997-й вместо мистического подъема до заоблачных уровней иена целенаправленно падала вниз. Поскольку большинство азиатских валют было — в большей или меньшей степени — привязано к доллару, их экспорт оказался более дорогим и на японских рынках, и при конкуренции с японскими продуктами в других регионах, что вносило свой вклад в снижение экспорта. Девальвация валюты, проведенная Китаем в 1994 году, и все более широкая конкуренция с дешевым китайским трудом также снижала

масштабы тайского и малазийского экспорта. Надо учесть и общемировое снижение спроса на предметы электроники в целом и полупроводников в частности, т. е. на тех направлениях, которые обычно являлись специализацией азиатских стран.

Но в прошлом Азия переживала и случаи гораздо более крупного шока и оправлялась от них. Так, резкое падение цены на нефть в 1985 году стало крупным ударом для экспортирующей это сырье Индонезии, однако, несмотря на плохие новости, экономика страны продолжала расти. Рецессия 1990–1991 годов была не очень сильной, но в значительной степени повлияла на промышленный мир, что привело к снижению спроса на экспортные продукты Азии, однако не замедлило общей динамики развития этого региона. Поэтому возникает важный вопрос: что изменилось в Азии (а может быть, и во всем мире), причем настолько, что нынешние плохие новости вызвали сход экономической лавины?

У некоторых азиатов, и прежде всего премьер-министра Малайзии Махатхира, имелся готовый ответ на этот вопрос — заговор. Махатхир утверждал, что паника в Азии была преднамеренно продумана и вызвана крупными финансовыми воротилами, вроде Джорджа Сороса, а также что сам Сорос действовал по инструкциям правительства США, которое хотело «поставить на место» чрезмерно настойчивых азиатов. Сейчас, когда прошло определенное время, демонизация Махатхиром хеджевых фондов стала выглядеть менее глупой, чем это казалось, когда он только начал обвинять их во многих бедах. Действительно, эта роль теперь считается достаточно важной, чтобы посвятить ей целую главу в этой книге (глава 6). Но эта роль

стала таковой главным образом в 1998 году (когда деятельность Сороса и других его коллег по этому бизнесу шла вразрез с желаниями политиков США), и поэтому теория заговора не проясняет историю начала кризиса.

С другой стороны, многие граждане Запада стали рассматривать историю азиатского краха как своего рода нравоучительную пьесу, когда грехи кланового капитализма неизбежно приводят к наказанию. После катастрофы каждый был готов рассказать историю об излишествах и коррупции в этом регионе, о деятельности упоминавшихся нами финансовых компаний, о грандиозных планах Малайзии по созданию «технологического коридора», о богатствах, накопленных семейством Сухарто, об эксцентричной диверсификации корейских конгломератов. Слышали ли вы о компании, специализировавшейся на производстве белья, которая купила лыжный курорт, а затем вынуждена была продать его Майклу Джексону (Michael Jackson)? Однако мораль такой нравоучительной пьесы, по крайней мере, два ее аспекта, вызывает сомнения.

Во-первых, хотя назначения на должности по знакомству и коррупция действительно в Азии процветали, в этом нет ничего нового. Корейский чеболь по сути является семейным предприятием, действующим под видом современной корпорации, чьи владельцы на протяжении десятилетий привыкли к особому отношению к себе, т. е. к привилегированному доступу к кредитам, импортным лицензиям и правительственным субсидиям. Эти десятилетия были периодом впечатляющего экономического роста — просто это не была система западных стандартов, хотя она отлично функционировала на протяжении 35 лет. То же самое может быть отнесено, хотя и в меньшей степени, ко всем другим

странам, втянутым в кризис. Но почему их ошибки и сбои стали критичными только в 1997-м?

Во-вторых, нам следует ответить на связанный с предшествующим тезисом вопрос: если кризис был наказанием за грехи этих стран, почему экономики, пути развития которых были существенно разными, оказались у опасной черты в одно и то же время? В 1997 году Корея приближалась к уровню развитых стран, а ее доход на душу населения был сопоставим с доходом южноевропейских государств, в то время как Индонезия оставалась очень бедной, и прогресс там можно было измерять в показателях количества калорий, которые люди могли потреблять в день. Как такие совершенно разные государства могли одновременно оказаться в состоянии кризиса?

Единственный ответ, который кажется мне, по крайней мере, разумным, заключается в том, что кризис вовсе не был (по своей сути) наказанием за грехи. В этих странах были реальные неудачи, но основным негативным фактором была уязвимость к самосбывающейся панике.

Давайте снова вернемся к «набегам» на банки: в 1931 году примерно половина банков Соединенных Штатов потерпели крах, но они вовсе не были похожи друг на друга. Некоторыми из них управляли очень плохо, другие шли на излишний риск и делали это даже с учетом того, что они узнали до 1929 года, третьими же управляли хорошо и даже консервативно. Но когда в регионе распространяется паника, и все вкладчики хотят немедленно получить свои деньги, все эти качества перестают что-либо значить: в такие периоды выживают только те банки, которые действовали предельно консервативно и сохраняли в виде наличных долю вкладов, которая в обычные времена счита-

лась излишне большой. К тому же в Таиланде плохо управляли экономикой в целом — там занимали слишком много и инвестировали полученные средства в очень сомнительные проекты. Индонезию, несмотря на царившую там коррупцию, обвинять в этом можно было гораздо меньше, у нее действительно были плюсы, о которых говорили наши умные головы, но в состоянии паники на подобные отличия никто внимания не обращает.

Были ли азиатские страны более уязвимы к финансовой панике в 1997 году, чем, скажем, за пять или десять лет до этого? Конечно, были, но не из-за кланового капитализма или того, что обычно считается неправильными действиями правительства. Скорее, они стали таковыми из-за того, что открыли свои финансовые рынки, хотя с точки зрения свободного рынка, стали действовать в целом лучше. Их уязвимость выросла и потому, что они воспользовались преимуществами вновь возникшей популярности у международных кредиторов, чтобы в значительной степени нарастить свои внешние долги. Эти долги усилили действие обратной связи от момента «утраты доверия» к точке «финансового коллапса» и обратно, порождая порочный круг из все нарастающего кризиса (см. рис. 1). Дело не в том, что деньги тратились плохо: отчасти это было так, а отчасти нет. Главное, что новые долги в отличие от прежних были в долларах, что для этих экономик оказалось гибельным вариантом.

Эпилог: Аргентина, 2002 год

Аргентина не является азиатской страной — с этим, конечно, никто не спорит. Но в 2002 году кризис там проходил в азиатском стиле и, очевидно продемонстрировал, хотя

и болезненно, как широко расхваливаемые экономические приемы могут привести страну к катастрофе.

Я описывал и объяснял денежную историю Аргентины в главе 2. В 1991 году, после многих лет безответственного использования печатного станка, аргентинское правительство попыталось покончить с подобной политикой и ввело валютную привязку, которая, как предполагалось, обеспечит постоянную связь между аргентинским песо и долларом США. Считалось, что каждое песо в обращении будет поддержано долларом в резервах, и при этом никакого простора для действий властей по своему усмотрению в этой области не будет. Разработчики этого подхода рассчитывали, что эта денежная стабильность гарантирует стране постоянное процветание.

Как мы говорили в главе 2, в 1995 году Аргентина оказалась на грани катастрофы — волны мексиканского кризиса чуть не разрушили ее банковскую систему, но с прекращением кризиса доверие восстановилось. Иностранные аналитики продолжали осыпать похвалами аргентинскую экономику и ее менеджеров, а иностранный капитал активно поступал в страну, большей частью в форме долларовых займов аргентинскому бизнесу и отдельным гражданам.

Но в конце 1990-х все неожиданно пошло не так, как надо.

Основной трудностью явилась жесткость системы обменного курса, при которой одно песо было равно одному доллару США. Может быть, это и не стало бы большой проблемой, если бы Аргентина, как и Мексика, вела торговлю прежде всего с Соединенными Штатами. Однако посмотрите на карту: Аргентина не настолько близко расположена к Соединенным Штатам, как к Европе, и у нее действительно больший объем торговли и с Европейским союзом,

и с соседней Бразилией, чем с Соединенными Штатами. Аргентинская валютная система не гарантировала стабильного обменного курса ни с евро, ни с реалом — бразильской валютой. Наоборот, система активно вызывала ничем не обоснованные колебания этих обменных курсов, что, естественно, в свою очередь влияло на торговую позицию Аргентины. Если, например, доллар по каким бы то ни было причинам рос относительно евро, это влияло на цену аргентинского экспорта на европейские рынки.

Именно это и происходило с Аргентиной в конце 1990-х годов. С одной стороны, доллар вырос относительно евро: в какой-то момент евро стоил только 0,85 доллара (для сравнения — на момент написания этих строк он стоил 1,26 доллара). С другой стороны, примерно в то же время Бразилия «подцепила инфекцию» финансового кризиса России (глава 6) и резко девальвировала реал. Объединенное действие этих изменений, повлиявших на обменный курс, неизбежно привело к тому, что экспорт Аргентины стал фактически неконкурентоспособным, что толкало страну в состояние рецессии.

По мере того как экономика Аргентины ухудшалась, иностранные инвесторы все больше теряли к ней доверие. Прежние потоки капитала, идущие в страну, теперь отправились в обратном направлении, порождая кредитное сжатие¹. И, как и в 1995-м, потеря иностранных средств вызвала банковский кризис.

¹ Credit squeeze (credit crunch, англ.) — период «дорогих» денег, т. е. ситуация, когда трудно получить кредит и процентные ставки находятся на высоком уровне, в том числе в результате рестриктивной (ограничительной) денежной политики властей. — Примеч. науч. ред.

Аргентинские чиновники в отчаянии пытались помешать усилению кризиса. В надежде восстановить доверие иностранных инвесторов они сократили расходы, что привело к усилению рецессии. Они ограничили денежные выплаты банков, т. е. пошли на меру, которая вызвала многочисленные демонстрации, проводившиеся возле президентского дворца, в которых участвовали домохозяйки, яростно стучавшие в кастрюли и сковородки. Однако все оказалось бесполезным, и в конце 2001 года правительство было уже не способно поддерживать прежнее соотношение — одно песо за один доллар. После этого стоимость аргентинского песо быстро опустилась с одного доллара приблизительно до 30 центов.

Первоначальные результаты этого падения валюты были катастрофическими, во многом напоминающими падение валют в Азии. Поскольку многие аргентинские виды бизнеса и отдельные люди имели долги в долларах, повышение издержек их оплаты в песо привело к плачевному состоянию дел, а во многих случаях — и к банкротству. Экономика оказалась в «полуобморочном» состоянии: реальный ВВП после снижения в 2001 году на 4% в 2002-м снизился на 11%. В целом размер аргентинской экономики с 1998-го по 2002-й снизился на 18%, что по масштабам сокращения сопоставимо с цифрами, характерными для Великой депрессии.

На протяжении следующих пяти лет в Аргентине происходило активное восстановление, чему помогало соглашение, по условиям которого правительство выплачивало только 30 центов на 1 доллар иностранных долгов. (Один из моих любимых заголовков за все время — отчет агентства *Reuters* о переговорах по задолженности: «Аргентина говорит кредиторам: “Ну, подайте на нас в суд”».) Однако

страна прошла через тяжелейшее время. А когда рукопись этой книги была готова для передачи в печать, Аргентина снова оказалась в состоянии кризиса.

Более серьезный вопрос

Большинство комментаторов, объясняющих азиатский кризис, скорее всего, отыщут в этой главе какие-то детали, с которыми можно поспорить. Некоторые из них утверждают, что вред, нанесенный кредитованием, которое сопровождалось угрозой недобросовестности, был более серьезным, чем я предполагаю. Другие, наоборот, уверены, что положение дел описываемых здесь стран на самом деле достаточно хорошее, и произошедший в них кризис совершенно не имел никаких оснований для проявления. Точный механизм кризиса и банкротства банков, цены на недвижимость, валютные курсы, процентные ставки, и т. д., сыгравшие в нем соответствующую роль, — объект яростной полемики на много лет, а может быть, и будущих десятилетий. Тем не менее в целом я уверен, что с приведенным здесь отчетом специалисты в основном согласятся.

В реальной жизни яростная, связанная с персональными пристрастиями полемика часто возникает из-за того, что те, кто критикует механизм, с помощью которого происходило управление кризисом, критикуют и тех, кто осуществлял это управление, т. е. дебаты получают политическую окраску. Почему же правительства не были в состоянии сделать больше, чтобы ограничить ущерб?

ПОРОЧНАЯ ПОЛИТИКА

глава 5

В декабре 1930 года, т. е. сразу же после того, как стало очевидно, что Соединенные Штаты столкнулись не с обычной рецессией, Джон Мейнард Кейнс попытался объяснить широкой общественности причины столь резкого экономического спада. «У нас проблема вроде той, когда у машины барахлит магнето¹», — декларировал он. Это было в какой-то мере радикальное утверждение, поскольку Кейнс далее заявил, что экономический двигатель не может самостоятельно начать работать, т. е. необходим его запуск от внешнего источника, и заняться этим запуском должно правительство. Если рассматривать ситуацию глубже, метафора Кейнса отражала консервативный подход: он утверждал, что трудность с двигателем не была фундаментальной и ситуацию можно исправить, если осуществить технический ремонт. В то время когда многие интеллектуалы со всего мира были убеждены, что капитализм является неудачной системой и единственный выход — переход к централизованной экономике планирования, способной помочь Западу выйти из состояния Великой депрессии, Кейнс утверждал, что капитализм вовсе не обречен и требуется лишь очень небольшое вмешательство в его конструкцию, чтобы система заработала. Это вмешательство в основном оставит частную собственность и право принятия частных решений в прежнем виде.

Поставив в тупик скептиков, капитализм действительно выжил, и это выживание было осуществлено в основном благодаря мерам, предложенным Кейнсом, хотя нынешние энтузиасты свободного рынка вряд ли с этим согласятся. Механизм запуска от внешнего источника,

¹ Генератор переменного тока.

о котором Кейнс говорил на протяжении нескольких лет, стала Вторая мировая война, но восстановленное доверие к свободным рынкам было не просто отражением того оживления в экономике, которое произошло после Великой депрессии, а гарантией того, что макроэкономические интервенции, т. е. снижение процентных ставок или увеличение бюджетных дефицитов, осуществляемые для того, чтобы справиться с рецессиями, способны сохранять экономику свободного рынка стабильной при более или менее полной занятости. Фактически экономисты капиталистических государств заключили сделку с широкими кругами населения: при наличии свободных рынков все будет отлично и в дальнейшем, поскольку теперь мы знаем достаточно, чтобы не допустить возникновения новых Великих депрессий.

Это не заявляемая открыто сделка на самом деле имеет свое название: в 1950-х Пол Самуэльсон (Paul Samuelson) в своем известном учебнике назвал ее неоклассическим синтезом. Однако я предпочитаю называть ее по-другому — кейнсианской конвенцией.

В Соединенных Штатах и большинстве других развитых стран мира эту конвенцию по-прежнему ценят. Другими словами, время от времени там случаются рецессии, однако, когда они происходят, все ожидают, что Федеральная резервная система поступит так же, как она действовала в 1975-м, 1982-м и 1991-м годах: снизит процентные ставки, чтобы оживить экономику. К тому же мы ожидаем, что президент и конгресс снизят налоги и увеличат, если необходимо, расходы, чтобы помочь этому процессу. И конечно, никто не рассчитывает, что из рецессии мы будем выходить в стиле Герберта Гувера, т. е. уве-

личивая налоги, сокращая расходы и повышая процентные ставки.

Но когда волна финансовой катастрофы накрыла Азию, приемы, которыми воспользовались эти страны, оказались в точности противоположными тому, что делали при столкновении с резким экономическим спадом Соединенные Штаты. Там на первое место был поставлен финансовый аскетизм, а процентные ставки повышались часто до запредельных уровней. Это происходило не потому, что политические деятели в этих государствах были не слишком сообразительными или плохо информированными людьми. Наоборот, в большинстве случаев они очень хорошо понимали сущность кейнсианской конвенции и на самом деле в прошлом пытались воспользоваться ею. Но после того как разразился кризис, азиатские страны обнаружили, что в основном политику для них диктует Вашингтон, а точнее Международный валютный фонд и Казначейство США. Причем руководящая и направляющая сила этих институтов была очень мощной: можно утверждать, что никогда в истории человечества так много первоклассных экономистов не занимали столь важных позиций.

Почему же все эти очень умные люди выписывали развивающимся экономикам рецепты, совершенно не подходящие для их болезни с точки зрения стандартной экономической доктрины? Если ответить на этот вопрос предельно коротко, этой причиной было «опасение спекулятивной деятельности». Однако этот короткий ответ имеет смысл только в случае, если он встроен в соответствующий контекст, а именно, если мы потратим время и попытаемся понять дилеммы, возникающие при движении международных потоков денег.

В каком направлении международная денежная система не развивалась

Когда-то в мире была всего лишь одна валюта — глобо, и ею хорошо управляли. Глобальный резервный банк (*Global Reserve Bank*), больше известный как «Глоб», действовавший под руководством председателя совета директоров Алана Глоубспена (*Alan Globespan*), на самом деле добросовестно делал свою работу: увеличивал предложение глобальных денег, когда перед миром вставала угроза сползания к рецессии, и сокращал количество глобо в обороте при поступлении сигналов о нарастании инфляции. В последующие годы кто-то, возможно, скажет, что период использования глобо был золотым веком для человечества. Особенно эта система нравилась бизнесменам, так как они могли покупать и продавать товары и услуги где угодно, сталкиваясь при этом с минимальным количеством преград.

Но в этом раю была одна трудность. Видите ли, хотя осмотнительное управление глобо могло препятствовать циклическим колебаниям рецессии/бума для мира в целом, оно не могло сделать этого для каждой его части. Более того, оказалось, что часто возникали конфликты интересов, связанные с денежно-кредитной политикой. Иногда «Глоб» руководствовался политикой «дешевых» денег, поскольку Европа и Азия были на грани рецессии, «дешевые» деньги подливали огонь к дикому спекулятивному буму, происходившему в это время в Северной Америке. В другие времена «Глоб» считал, что нужно перейти к политике «дорогих» денег, чтобы остановить рост инфляции в Северной Америке, но тем самым способствовал нарастающей рецессии в Южной Америке. А поскольку отдельных

континентальных валют не было, то при возникновении подобных проблем местные правительства ничего не могли сделать.

В конце концов наступило время, когда напряжение стало слишком сильным, и система сломалась. Вместо глобо каждый континент ввел собственную валюту и начал использовать приемы денежно-кредитной политики, ориентируясь на собственные потребности. Когда европейская экономика оказывалась в «перегретом» состоянии, ее власти могли снизить предложение евро, когда Латинская Америка подходила к резкому снижению экономической деятельности, ее руководители могли увеличить предложение латино — валюты этого континента. Прежней неповоротливости денежно-кредитной политики, проводимой для всех, больше не существовало.

Однако вскоре выяснилось, что устранение одной проблемы привело к появлению другой. Это произошло из-за того, что обменные курсы между континентальными валютами колебались в широком пределе. Возможно, кто-то считает, что обменный курс, допустим, между латино и евро определяется потребностями торговли: латиноамериканцы продавали латино за евро, чтобы купить европейские товары, и наоборот. Однако вскоре стало ясно, что на рынке в основном доминируют инвесторы: люди, покупающие и продающие валюты для того, чтобы приобретать акции и облигации. А поскольку их инвестиционные запросы существенно различались, а спекулятивная составляющая в них была очень большой, стоимости валют оказались нестабильными. Еще хуже, что люди начали спекулировать на стоимости самих валют. В результате обменные курсы резко менялись, и это создавало неопределенность для бизнеса, поскольку его представители

никогда не могли точно знать, сколько на самом деле стоят иностранные активы и обязательства.

Из-за этого некоторые континенты попытались стабилизировать обменные курсы: покупали и продавали на рынке иностранной валюты, чтобы поддержать стабильной цену евро, исчисляемого в афро, или гринго, исчисляемого в латино. В то же время центральные банки резервировали за собой право изменять целевые обменные курсы, если в этом возникнет необходимость, скажем, девальвировать свою валюту, если это покажется нужным, чтобы справиться с безработицей.

Увы, эта система «гибкой валютной привязки»¹, как оказалось, предлагала спекулянтам слишком много легких мишеней: когда какой-либо континент сталкивался с экономическими трудностями и ситуация становилась такой, что можно было ожидать девальвации его валюты, спекулянты в ожидании этого события начинали активно эту валюту продавать. Это вскоре побуждало центральный банк континента либо повысить процентные ставки, что реально приводило к усилению темпов экономического спада, либо немедленно девальвировать валюту. Был и еще один вариант: банк мог попытаться непосредственно справиться со спекулянтами, введя ограничения на потоки капитала.

Поэтому на континентах мира были вынуждены выбирать один из трех «валютных режимов», у каждого из

¹ Adjustable peg (англ.) — гибкая, или корректируемая, привязка (фиксация); форма валютного курса, при которой курс национальной валюты зафиксирован по отношению к иностранной валюте, но периодически корректируется в соответствии с установленными критериями. — *Примеч. науч. ред.*

которых имелся серьезный недостаток. Можно было решить проводить независимую денежно-кредитную политику и позволить обменному курсу колебаться так, как ему «нравится», — это развязало бы руки руководству в борьбе с рецессиями, но из-за неопределенности сделало бы очень сложной жизнь бизнесменов. Власти могли бы убедить рынки, что не осуществят девальвацию, зафиксировав показатели обменного курса. Это сделало бы жизнь бизнесменов более простой и безопасной, но вернуло бы прежнюю проблему, существовавшую при единой денежно-кредитной политике. Власти могли бы по-прежнему поддерживать «корректируемую привязку», т. е. фиксировать обменный курс, но оставить за собой право его менять. Однако этот вариант работает, только когда власти сохраняют контроль над движением капитала, а это условие трудно обеспечить на практике — оно требует дополнительных издержек бизнеса и, как и любое другое запрещение, связанное с потенциально прибыльными транзакциями, порождает коррупцию.

Однако здесь есть поводы и для радости: на самом деле все происходило вовсе не так, как было только что показано. Никакого глобо на самом деле не было. Большие всего к этой валюте приблизился золотой стандарт, существовавший до 1930-х годов, которым, к сожалению, не управляли так, чтобы не допускать общемировых бумов и спадов. Однако наша вымышленная история помогает лучше показать сложности, которые фактически происходят при трехсторонней дилемме — или в этом случае лучше сказать «трилемме», — с которой сталкиваются национальные экономики, действуя в масштабах всего мира, т. е. в глобальной экономике.

Рассмотрите сказанное следующим образом. Есть три вещи, которые люди, управляющие макроэкономикой, хотели бы иметь для своих стран. Они стремятся к свободе при проведении денежно-кредитной политики, чтобы было легче справляться с рецессиями и обуздывать инфляцию. Им необходимы стабильные обменные курсы, чтобы бизнес не действовал в условиях слишком высокой неопределенности. И наконец, им надо, чтобы международный бизнес был свободным, в частности, чтобы у людей была возможность обменивать свои деньги так, как это им нравится, т. е. уйти от варианта, предлагаемого частным сектором.

История глобо и его падения свидетельствует, что страны не могут осуществить все эти три желания одновременно. В лучшем случае им удастся реализовать только два. Они могут отказаться от стабильности обменного курса, т. е. воспользоваться плавающим курсом, как это сделали Соединенные Штаты и Австралия. Они могут разочароваться в дискреционной денежно-кредитной политике, т. е. зафиксировать обменный курс, как это сделала Аргентина в 1990-х, и, возможно, даже отказаться от собственной валюты, к чему прибегли некоторые страны континентальной Европы. Или они могут отказаться от принципа полностью свободных рынков и установить контроль над потоками капиталов, т. е. предпринять то же, что большинство стран с 1940-х по 1960-е годы и Китай в настоящее время.

Какой из этих трех несовершенных ответов является лучшим? Есть люди, считающие, что самые большие преимущества обеспечивают стабильные обменные курсы, а вот выгоды от независимой денежно-кредитной политики преувеличены. Сторонники этого взгляда любят подчер-

кивать тот факт, что Соединенные Штаты, хотя и раскинулись по всему континенту, очень хорошо обходятся единственной валютой, да и приблизительно 300 млн европейцев перешли на общую валюту. Поэтому возникает вопрос: почему весь мир не может поступить так же? Однако большинство экономистов на это возражают, что у Соединенных Штатов есть особые свойства, помогающие им жить с единственной валютой: наиболее очевидным из них является то, что работники могут быстро переезжать из депрессивных регионов в процветающие и на самом деле так и поступают, а потому общая денежно-кредитная политика в большей или меньшей степени устраивает всех. Введение евро, европейской валюты, в реальной жизни происходило в условиях больших противоречий, из-за чего многие экономисты сомневались, насколько Европа приблизилась к состоянию, когда в ней может циркулировать единственная валюта, как и в Соединенных Штатах. Но европейские страны, по крайней мере крупные, довольно сильно похожи друг на друга и имеют очень много тесных связей, по этой причине денежно-кредитная политика, приемлемая для Франции, обычно подходит и для Германии, и наоборот. Однако трудно понять, как можно придумать подходящую денежно-кредитную политику, которая в равной степени была бы приемлема и для Японии, и для Соединенных Штатов, не говоря уже о паре Соединенные Штаты и Аргентина. Поэтому по дням золотого стандарта ностальгируют лишь немногие экономисты или те люди, которые фантазируют о появлении глобо, — пока еще необходима национальная или, может быть, региональная денежная независимость.

С другой стороны, контроль над капиталами, позволявший промышленно развитым странам объединить

фиксированные обменные курсы с кейнсианскими приемами на протяжении первого послевоенного поколения, в настоящее время в значительной степени перестал считаться основным, т. е. «вышел из моды». Фундаментальная проблема, возникающая при таком контроле, следующая: трудно отделить «хорошие» междunarодные трансакции от «плохих». Спекулянт, который выводит свои деньги из Малайзии, поскольку пытается получить прибыль при девальвации валюты этой страны, участвует в антиобщественном действии. Малайзийский экспортер, получивший заказы в другой стране, частично потому, что позволяет заказчикам покупать сейчас, а платить позже, помогает своей стране закрепиться на мировых рынках. Однако предположим, что экспортер, подозревая, что малайзийский ринггит вскоре будет девальвирован, просит своих заказчиков платить ему в долларах и договаривается с ними о длительном периоде оплаты. Влияние этого шага на экономику будет таким же, как в ситуации, когда он берет ринггиты и покупает на них доллары на черном рынке. Существуют и десятки других случаев, когда провести четкую границу между производительным бизнесом и валютными спекуляциями может быть сложно, из-за чего эта граница становится очень размытой. Это означает, что либо попытка контролировать спекуляции очень легко исчезнет, либо что правительство может ограничить спекуляции, только введя жесткие ограничения на обычные трансакции (т. е. ограничив кредиты, которые экспортеры могут предоставлять своим заказчикам). Пятьдесят лет назад большинство правительств считали такие ограничения вполне оправданной платой. Но сегодня мы живем в мире, где заново усваиваются ценности

свободных рынков, и поэтому к вмешательству властей многие относятся с подозрением, понимая, что чем больше запрещаю, тем больше появляется возможностей для взяточничества и назначения на посты по знакомству.

По причине всего сказанного выше к середине 1990-х большинство экономистов стали рассматривать меньшим из трех зол свободно плавающие обменные курсы. Правда, эти курсы регулярно демонстрировали, что они гораздо более волатильны, чем «должны» были бы быть, учитывая экономические основы (за последние 50 лет курс между долларом и ценой колебался от 120 до 80, потом вырос почти до 150, а затем опустился ниже 110, и все это при относительно небольших количественных изменениях в базовых показателях). И даже те, кто обычно выступает за плавающий курс, согласны, что тесно интегрированные регионы, образующие «зоны с оптимальной валютой», в конечном счете должны адаптировать фиксированные обменные курсы, т. е. иметь общую валюту. (Является ли Европа таким регионом — это другой вопрос.) Поэтому в целом для большинства экономистов, и в частности для тех, кто выступает за кейнсианскую конвенцию, предпочтительной альтернативой является плавающий обменный курс, поскольку этот вариант оставляет странам возможность ориентироваться на свободные рынки и политику полной занятости.

Плюсы подобного свободного плавания, когда оно нормально работает, продемонстрировать легко. Соединенные Штаты обычно хорошо действуют в рамках общей политики благотворного невмешательства в курс доллара,

и хотя обменные соотношения доллар—иена или доллар—евро могут у кого-то периодически вызывать раздражение, они, несомненно, оправдываются той свободой действий, которую отсутствие обязательств по поддержанию обменного курса предоставляет Федеральной резервной системе, имеющей возможность резко снижать процентные ставки и делать это немедленно, если появляется вероятность наступления рецессии или финансового кризиса.

Есть еще более убедительный пример этого рода — Австралия в период азиатского кризиса. В 1996 году австралийский доллар стоит почти 80 центов США. К концу осени 1998-го он снизился и стал стоять немного ниже 60 центов. Неудивительно, что после этого большая часть австралийского экспорта стала поступать либо в Японию, либо в другие страны этого региона, оказавшиеся в затруднительном положении, — в так называемые страны-тигры. Но Австралия, за исключением короткого периода, лета 1998 года, когда она столкнулась с скоординированной атакой хеджевых фондов (более подробно об этом мы расскажем в главе 6), не пыталась поддерживать свою валюту, используя для этого либо ее покупку на рынке иностранных валют, либо повышение процентных ставок. Вместо этого она позволила своей валюте снижаться, и этот процесс оказался самоограничивающимся: когда австралийский доллар упал, инвесторы решили, что появилась возможность для дешевых инвестиций в страну, экономику которой они по-прежнему считали здоровой. И эта уверенность, по-видимому, была оправдана «австралийским чудом»: несмотря на свою зависимость от азиатских рынков, даже в разгар азиатского кризиса Австралия фактически испытывала бум.

Если Австралия смогла так легко избежать экономической катастрофы, в которую оказались втянуты ее соседи, почему то же самое не смогли сделать Индонезия или Южная Корея?

Спекулятивная угроза

Давайте представим экономику, не являющуюся совершенной. (А какая экономика идеальна?) Может быть, у правительства бюджетный дефицит, который если реально и не угрожает платежеспособности, снижается медленнее, чем следовало бы, или банки с политическими связями раздали, может быть, слишком много займов сомнительным заемщикам. Но в той мере, в какой можно всегда судить по цифрам, нет очень серьезных проблем, с которыми нельзя было бы справиться при наличии желания в течение нескольких стабильных лет.

Затем по какой-то причине — может быть, из-за экономического кризиса на другой стороне земного шара — инвесторы занервничали и начали в массовом порядке забирать свои деньги. Неожиданно страна оказалась в затруднительном положении: ее фондовая биржа рухнула, а процентные ставки резко пошли вверх. Вполне вероятно, вы думаете, что мудрые инвесторы восприняли такое положение дел как благоприятную возможность для покупок. Если базовые основы не изменились, разве это не означает, что активы теперь недооценены? Но, как мы видели в главе 4, ответ на этот вопрос — «не обязательно». Крах стоимостей активов может привести к тому, что банки, в том числе прочные в прошлом, окажутся в состоянии коллапса. Резкий экономический спад, высокие процентные ставки

и сниженный обменный курс могут привести к банкротству даже здоровых компаний. В худшем случае экономический крах может вызвать политическую нестабильность. Вполне вероятно, покупка в тот момент, когда все «торопятся к выходу», не является слишком хорошей идеей — может быть, в такой ситуации следует последовать этому примеру.

Поэтому в принципе возможно, что утрата доверия к стране порождает экономический кризис, который объясняет, почему произошла утрата доверия, т. е. страны могут быть уязвимы к тому, что экономисты называют «самосбывающимися спекулятивными атаками» (self-fulfilling speculative attacks, англ.). И хотя многие экономисты обычно скептически относятся к силе таких самосбывающихся кризисов, опыт 1990-х в Латинской Америке и Азии опроверг правомочность подобных сомнений, по крайней мере, на практическом уровне.

В этом процессе есть одна интересная особенность: если вы воспринимаете возможность самосбывающегося кризиса серьезно, рыночная психология становится настолько важным фактором, что ожидания и даже предрассудки инвесторов в какой-то мере воспринимаются как основные экономические факторы, т. е. развитие по описанному сценарию во многом происходит из-за убеждений.

Предположим, все уверены, что, несмотря на явно высокую зависимость от иностранного капитала (из-за чего дефициты текущего платежного баланса превышали 4% ВВП в течение десятилетий), Австралия по сути является

страной со здоровой экономикой: ее можно отнести к кругу политически и экономически стабильных государств. Когда рынок реагировал на снижение австралийского доллара, это фактически означало: «Все хорошо, все здесь закончилось, давайте покупать австралийское», — и благодаря такому шагу экономика этой страны на самом деле выиграла, т. е. хорошее мнение об этом рынке подтвердилось.

С другой стороны, предположим, что, несмотря на 20 лет явного прогресса, люди по-прежнему не в полной мере убеждены, что Индонезия перестала быть страной, показанной в фильме «Год опасной жизни» (*The Year of Living Dangerously*). Поэтому если рупия упадет, они, скорее всего, воспримут это так: «Боже мой, они опять возвращаются к тем ужасным прежним временам», — в результате чего бегство капиталов приведет к финансовому, экономическому и политическому кризису, а отрицательное мнение участников рынка подтвердится.

Другими словами, создается впечатление, что кейнсианская конвенция не является в полной мере надежным инструментом. Экономисты разделяют мнение, что плавающие курсы — лучшее, хотя и несовершенное решение для международной денежной трилеммы, если исходить из опыта таких стран, как Канада, Великобритания и Соединенные Штаты. Однако на протяжении 1990-х годов ряд стран, в частности Мексика, Таиланд, Индонезия, Корея, узнали, что они, оказывается, живут по другим правилам. Неоднократно предпринимаемые попытки прибегнуть к умеренной девальвации приводили к резкому снижению доверия. Именно проблема доверия в конечном счете и объясняет, почему кейнсианская конвенция оказалась нарушенной.

Игры с доверием

Летом 1998 года Бразилия уже страдала от экономического замедления: безработица росла, а инфляция, традиционная бразильская болезнь, уступила место ценовой стабильности, после чего некоторые специалисты начали даже говорить о дефляции. Затем коллапс экономических реформ в России вызвал атаку на бразильский реал. (Почему? Ответ на этот вопрос мы дали в главе 6.) Страна обратилась к Соединенным Штатам и МВФ за помощью. Бразилия хотела и денег, и, что более важно, «Знака качества Good Housekeeping»¹ на своих политических приемах, чтобы успокоить нервных инвесторов и прекратить их бегство из страны. В ответ руководство страны обещало реализовать программу экономической стабилизации.

Что же удалось сделать при помощи этой программы, если не забывать, что речь идет о государстве с замедляющейся экономикой и без инфляции? Более высокие налоги, сниженные государственные расходы и сохраняющиеся экстремально высокие процентные ставки (после начавшегося кризиса Бразилия повысила ставки почти до 50%). Другими словами, бразильское правительство прибегло к экстремально жесткой денежно-кредитной и фис-

¹ Знак качества Good Housekeeping (Good Housekeeping Seal) присваивается Институтом домашнего хозяйства — исследовательской лабораторией журнала *Good Housekeeping*, основанной в 1900 году для тестирования и изучения потребительских свойств имеющихся на рынке продуктов. Знак Good Housekeeping Seal ставится на товарах, прошедших независимую экспертизу. — Примеч. науч. ред.

кальной политике, и это гарантировало, что в 1999 году страна столкнется с сильнейшей рецессией.

Программа, разработанная для Бразилии, была необычайно экстремальной: она напоминала карикатуру той политики, которая проводилась в предыдущем году в Азии. Но, как и во многих карикатурах, здесь подчеркивались отличительные характеристики и черты изображаемого объекта. В основе приемов, навязываемых Вашингтоном многим странам, оказавшимся в кризисе, было почти полное выворачивание наизнанку сущности кейнсианской конвенции: столкнувшись с экономическим кризисом, страны обычно повышали процентные ставки, снижали расходы и увеличивали налоги.

Почему через 60 лет после Кейнса кто-то уверен, что можно так резко отходить от кейнсианской конвенции?

Ответ на этот вопрос таков: считается, что в кризисной ситуации самое главное — завоевать доверие рынка и сделать это любым способом.

Начнем с того, что австралийское решение, т. е. возможность допустить снижение своей валюты, в Бразилии было отвергнуто. Краеугольным камнем принятой в стране программы реформ, которая после многих лет высокой инфляции принесла ценовую стабильность, стал фиксированный обменный курс между бразильским реалом и долларом США. Отказ от фиксированного курса, как опасались Бразилиа и Вашингтон, резко снизит доверие инвесторов, хотя можно было доказать, что на самом деле реал переоценен, допустим, на 20%, и поэтому девальвация

на 20% будет для страны скорее благом, чем вредом. Однако никто не верил, что такая девальвация была реалистичной стратегией. Как высказался по этому поводу один чиновник из США, «для развивающихся стран небольших девальваций не существует».

Как можно было избежать девальвации реала? МВФ мог предоставить деньги, которые вместе с собственными валютными запасами страны стали бы поддержкой для ее валюты на рынках. Но если бегство капитала нельзя остановить, эти деньги вскоре уйдут. Единственным инструментом, которым можно было воспользоваться немедленно, оставался такой — ввести очень высокие процентные ставки, чтобы убедить людей оставлять деньги в Бразилии, даже если есть подозрения, что валюта этой страны в конце концов может быть девальвирована.

Однако это было не все. Когда рынки решили, что Бразилия оказалась в состоянии высокого риска, они также решили, что сутью ее проблем является крупный бюджетный дефицит. Конечно, такую оценку можно оспорить. На самом деле далеко не все эти долги наделало бразильское правительство. Более того, доля этой задолженности относительно национального дохода существенно меньше, чем у многих европейских стран или Японии. Большая часть дефицита фактически была следствием кризиса: высокие процентные ставки увеличивали выплаты правительства по процентам, а замедляющаяся экономика снижала доходы от налогов (при «нормальных» уровнях занятости и процентных ставках бюджетный дефицит Бразилии был достаточно «скромным»). Но тогда о чем спорить? Инвесторы не сомневались, что если дефицит не будет быстро сокращен, в стране наступит катаст-

рофический кризис, и они, конечно, были правы, поскольку сами же этот кризис генерировали (как, например, в январе 1999 года).

Основная идея заключается в следующем: из-за того, что спекулятивные атаки могли стать самосбывающимися, последующая экономическая политика, вполне разумная с точки зрения базовых положений, оказалась бы недостаточной для того, чтобы гарантировать доверие рынка. Более того, необходимость добиться этого доверия может даже помешать стране использовать разумные, полезные во всех других случаях приемы и заставить ее прибегнуть к мерам, которые обычно считаются порочными.

Теперь давайте рассмотрим ситуацию с точки зрения тех умных экономистов, которые делают политику в Вашингтоне. Они увидели, что имеют дело со странами, к которым инвесторы не испытывают особого доверия. Почти по определению страна, которая приходит к Соединенным Штатам и/или МВФ за помощью, уже испытывала в прошлом огромные трудности со своей валютой, а теперь столкнулась с риском возникновения следующей проблемы. Поэтому основная цель политики — успокоить участников рынка. Но поскольку кризис может быть самосбывающимся, здоровой экономической политики недостаточно для того, чтобы завоевать доверие рынка: из-за этого надо в полной мере учитывать его восприятие, предубеждения и причуды. А если точнее, приходится исходить из того, каким может быть его *ожидаемое* восприятие.

Вот как происходило нарушение кейнсианской конвенции: международная экономическая политика перестала быть по-настоящему экономикой. Вместо этого на-

чалось упражнение из области любительской психологии, в рамках которой МВФ и Министерство финансов США пытались убедить страны предпринять шаги, которые, как они надеялись, рынок воспримет благосклонно. Неудивительно, что как только разразился кризис, учебники по экономике были выброшены в окно. К сожалению, от вопросов, которые в них рассматриваются, избавиться таким же образом не удалось. Предположим, Вашингтон был прав, что страна, столкнувшаяся с угрозой паники инвесторов, должна повысить процентные ставки, снизить расходы и защитить свою валюту, чтобы избежать катастрофического кризиса. Но остается верным и другой вывод: такая жесткая денежно-кредитная и фискальная политика совместно с переоцененной валютой порождает рецессию. Какие «лекарства» предлагает в этом случае Вашингтон? Никаких. Мнение, что нужно заниматься играми с доверием, перевешивает обычные аспекты экономической политики. Все это звучит довольно дико, и не только звучит, но и на самом деле таковым и является.

Теперь мы решили мистическую загадку, которой заканчивалась глава 4: почему предпринятые меры не смогли обуздать разрушительный процесс, действовавший на основе петли обратной связи и приведший к тому, что экономики различных стран одна за другой оказывалась в кризисном состоянии? А оказывается, дело в том, что те, кто занимался политикой, были уверены, что им придется участвовать в этой игре с доверием, а это в свою очередь означает применение макроэкономических приемов, усиливающих экономические спады, вместо того чтобы их устранить.

Но действительно ли в этой игре надо было участвовать?

Не привели ли действия МВФ к ухудшению ситуации?

Международный валютный фонд никто не любит, а если кто и любит, это плохой для «влюбленного» знак. Поскольку МВФ выступает для национальных правительств в роли «последнего кредитора» в критической ситуации, это означает, что он является организацией, к которой правительства обращаются за деньгами, только когда оказываются в трудной ситуации. А такие кредиторы, как известно, привыкли к «жесткому» варианту отношений: они дают просящим не то, что те хотят получить, а то, что им необходимо, и очень часто заставляют делать то, что просящие вовсе не хотят. Сердечный и приятный во всех отношениях МВФ просто не смог бы выполнять свою работу.

Но при этом обратное утверждение не обязательно верно: из того, что люди ненавидят МВФ, вовсе не следует, что эта организация хорошо выполняет свою работу. Так, с самого начала азиатского кризиса можно было услышать множество жалоб на то, как он исполняет свою роль. Немало специалистов считают, что на самом деле кризис вызвали МВФ и американский министр финансов, фактически диктующий ему, какую политику проводить. Кроме того, существует мнение, что МВФ неправильно действовал во время кризиса, так как принимаемые им меры делали ситуацию хуже, чем следовало бы. Правы ли эти критики?

Давайте начнем с самой легкой части: с тех двух вещей, которые МВФ делал, несомненно, неправильно.

Во-первых, когда его позвали в Таиланд, Индонезию и Корею, он тут же потребовал, чтобы эти страны ввели фискальный аскетизм, т. е. прибегли к жесткой финансо-

вой политике: повысили налоги и снизили расходы с целью избежать крупных бюджетных дефицитов. Трудно понять, почему эта часть вошла в программу рекомендаций фонда, поскольку в Азии (в отличие от Бразилии годом позже) никто, кроме, по-видимому, МВФ, не рассматривал бюджетные дефициты как серьезную проблему. Попытка руководствоваться этими указаниями по бюджету привела к двойному отрицательному влиянию на страны: там, где эти установки выполнялись, их влияние усилило рецессию из-за снижения спроса, там, где они игнорировались, этот эффект необоснованно накладывался на чувство, что ситуация вышла из-под контроля, и это способствовало усилению паники на рынке.

Во-вторых, МВФ требовал проведения структурных реформ, т. е. и других изменений, помимо тех, что осуществлялись в рамках проводимой денежно-кредитной и фискальной политики, и это требование было одним из условий выделения денег пострадавшим экономикам. Некоторые из этих реформ, вроде закрытия плохих банков, как считалось, связаны с финансовым кризисом. Другие, скажем, требование, чтобы Индонезия отказалась от практики предоставления друзьям президента возможности получить выгодное монопольное положение в некоторых видах бизнеса, никак не относились к полномочиям МВФ или затрагивали его в очень малой степени. Конечно, наличие монополии на продажу гвоздики (которую индонезийцы любят добавлять в свои сигареты) — это плохо и является ярчайшим примером проявления кланового капитализма. Но как это требование должно было повлиять на «набег» на рупии?

Если бы в то время чиновников МВФ спросили, что они думают о таких действиях, они бы ответили, что все

это часть программы по восстановлению доверия. Бюджетные дефициты в тот момент не слишком заботили рынок, но чиновники считали, что эта проблема вскоре возникнет. Они также думали, что странам, оказавшимся в сложном положении, важно наглядно продемонстрировать, что власти борются с кумовством и коррупцией, и убедить рынки, что изменения происходят именно так, как и планировалось. Может быть, это даже можно представить в качестве точки зрения, что правительства должны продемонстрировать серьезность своих действий, в том числе и болезненных для себя. В конечном счете не важно, будут ли эти действия прямо связаны с самими срочными проблемами или нет, поскольку только так можно завоевать доверие рынка.

Если все это только теория, то она совершенно неверна. Бюджетные рекомендации в конце концов были ослаблены, и никто по этому поводу не возражал. Рынки в Корее снова стали «бычьими», хотя структурную реформу там остановили. Более того, требования МВФ вызвали подозрения, что Соединенные Штаты пытаются использовать кризис, чтобы насадить в Азии свои идеологические представления. К тому же масштабность этих требований не оставляла сомнений, что период споров и утрясок между азиатскими правительствами и их спасителями будет достаточно продолжительным и кризис доверия устойчиво усилится.

Можно утверждать, что на двух серьезных участках спасательных действий МВФ действовал неудачно. Но на самом деле самими важными вопросами были процентные ставки и обменные курсы. Не случилось ли промахов и там?

Вот как действовал МВФ. В Азии (в отличие от Бразилии) он не велел странам любой ценой защищать стоимость

своих валют. Им настоятельно рекомендовалось другое: повышать процентные ставки, первоначально до очень высокого уровня, в попытке убедить инвесторов не забирать свои деньги. Некоторые критики, активно выступавшие против действий МВФ, в частности наиболее известный из них Джеффри Сакс (Jeffrey Sachs) из *Harvard University*, утверждают, что этот путь был совершенно неправильным и привел ко многим бедам. Сакс считает, что азиатские страны могли и должны были действовать, как Австралия, т. е. всего лишь позволить своим валютам снижаться до тех пор, пока они не начали бы выглядеть для инвесторов дешевыми. Если бы они поступили таким образом, то крупных экономических спадов никогда бы не случилось.

На это МВФ возражал, что Азия — это не Австралия: позволить их валютам падать бесконтрольно означает вызвать «гипердевальвацию», результатом которой будет масштабное финансовое бедственное положение (поскольку у многих видов бизнеса долги в долларах) и высокая инфляция. Трудность этого обоснования состоит в том, что масштабное финансовое бедствие произойдет в любом случае по причине высоких процентных ставок и рецессии, которое они спровоцируют. Поэтому МВФ в лучшем случае лишь избежал одного порочного круга, запустив для этого другой.

То же самое наблюдение обесценивает и аргумент, приводимый многими критиками МВФ справа, а именно то, что фонд *должен* был бы потребовать от стран любой ценой защищать свой первоначальный обменный курс. Это могло бы на самом деле помочь избежать коллапса доверия к азиатским валютам, но не помогло бы избежать коллапса доверия к экономикам этих азиатских стран,

и экономическая катастрофа, скорее всего, все равно случилась бы.

Сработал бы лучше простой вариант, при котором валютам позволили бы снижаться? Сакс утверждал, что, не повышая правительства процентных ставок, они избежали бы «подливания масла в огонь», который усиливал финансовую панику. Результаты были бы более скромными, девальвация — более умеренной, а экономические результаты — гораздо более привлекательными. Этот аргумент, который многие люди (в том числе и я сам) в период азиатского кризиса считали неубедительным, стал более весомым в январе 1999 года, когда Вашингтон при спасении Бразилии совершенно очевидно совершил ряд ошибок. Более подробно об этом мы поговорим в главе 7.

Несомненно, в любом случае были выбраны неудачные варианты. Правила международной финансовой системы, как складывалось впечатление, не предоставляли многим странам никакого выхода. И поэтому здесь на самом деле нельзя говорить о чьей-то ошибке, из-за которой все было так плохо.

При этом мы не утверждаем, что подобное развитие сюжета происходило без влияния каких-то злодеев.

ХОЗЯЕВА ВСЕЛЕННОЙ

глава 6

В худшие времена, еще до наступления триумфа капитализма, частью популярной культуры была фигура злого спекулянта, очень богатого злодея, манипулирующего рынками, из-за происков которого честные работники несли убытки. Но с падением коммунизма, успехами глобализации и общим восстановлением доверия к свободным рынкам этот злобный спекулянт отправился по той же дороге, по которой в свое время ушли ведьмы и колдуны: серьезные люди перестали верить в его существование. Конечно, никто, кроме самых непримиримых защитников свободной конкуренции, не отрицал, что бывают ситуации, при которых люди торгуют инсайдерской информацией и даже, может быть, манипулируют ценами акций в одном месте, а ценами товаров — в другом. Но, несомненно, все это считалось мелкими преступлениями: масштабные финансовые события, формирующие судьбу стран, в том числе и деятельность их рынков, были слишком крупными для того, чтобы теории заговора считались правдоподобными. Было мнение, что никакие отдельные люди или небольшие группы реально не могут повлиять на стоимость валюты страны даже средних размеров. Но так ли это было на самом деле?

А может быть, все-таки могли. Одним из самых странных аспектов экономического кризиса 1990-х была активнейшая роль, сыгранная хеджевыми фондами — инвестиционными институтами, способными получить временный контроль над активами, намного превосходящими размеры их собственного богатства. Хеджевые фонды, без всякого сомнения, и в своих удачах, и в своих провалах потрясали мировые рынки, после чего на сцену, по крайней мере, в некоторых ситуациях, снова вернулся злодей — злобный спекулянт.

Сущность зверя

Хеджевые фонды на самом деле не являются хеджевыми. Более того, в реальной жизни они в той или иной степени исполняют прямо противоположную роль. Хеджировать, как объясняется в словаре *Webster's*, «означает избегать или уменьшать вероятность наступления страхового случая за счет взаимно уравнивающих ставок, инвестиционных действий и т. д.». Таким образом, каждый боится для того, чтобы быть уверенным, что колебания цен на рынке не скажутся существенным образом на величине его богатства.

Но хеджевые фонды при этом пытаются максимально использовать конъюнктурные колебания. Вот как они обычно действуют: продают некоторые ценные бумаги без их наличия, т. е. обещают предоставить их другой стороне по фиксированной цене на какую-то дату в будущем (занимают «короткую» позицию), а другие ценные бумаги приобретают (занимают «длинную» позицию). Они получают прибыль, если цена продаваемых активов снижается (и поэтому могут предоставить их дешевле) или, если стоимость покупаемых активов возрастает, в некоторых случаях происходит и то, и другое¹.

¹ Термины «короткая» позиция и противоположная ей «длинная» являются профессиональными, в какой-то мере жаргонными, но слишком полезными, чтобы в этой книге можно было без них обойтись. По сути, занятие «длинной» позиции означает ситуацию выигрыша при росте цены, т. е. той, на которую обычно рассчитывает инвестор, покупающий акции, недвижимость или какие-то другие активы. Занять «короткую» позицию — значит поставить себя в положение, при котором выигрываешь, если цена проданного актива снижается. Продавая

Преимущества такого вида финансовых сделок — в их возможности обеспечить очень высокую доходность инвесторам хеджевого фонда. Это объясняется тем, что фонд может занять позицию, которая по сумме превышает количество денег, вложенных его владельцами.

Свою «длинную» позицию фонд в основном покупает на деньги, полученные от создания «короткой» позиции. Единственное обоснование, которое ему требуется, чтобы получить какой-то капитал, — убедить другие стороны своих сделок в том, что фонд сможет выполнить обещания. Хеджевые фонды с хорошей репутацией способны занимать позиции, по масштабам в 100 раз превышающие имеющийся у их владельцев капитал. Это означает, что повышение цены их активов на 1% или снижение цены их обязательств в таком же масштабе этот капитал удваивает.

«коротко», человек занимает ценные бумаги у владельца, обещая ему вернуть их позже, а затем снова их продает. Это означает, что ценные бумаги до даты их возврата надо снова приобрести. Инвестор, играющий на понижение без покрытия, ставит на то, что цена этого актива к указанной дате снизится. Если это произойдет, он получит дополнительные деньги, которые сможет инвестировать во что-то еще, т. е. займет «длинную» позицию по какому-то другому активу.

Конечно, владельцев заимствованных акций надо убедить, что у инвестора, играющего на понижение без покрытия, достаточно денег, чтобы через какое-то время выкупить данный актив обратно, т. е. они хотят получить гарантию, что у этого человека есть средства для выполнения своего обещания. Когда инвесторы, слишком активно участвующие в коротких продажах, несут большие убытки, они чаще всего сталкиваются с тем, что больше не могут занимать столько же, сколько раньше. Если такие инвесторы играют значительную роль на рынке, это может иметь определенные последствия, о чем рассказывается ниже. — *Примеч. авт.*

Разумеется, у описанного процесса есть и обратная сторона: хеджевый фонд также может, и очень «эффективно», терять деньги. Подвижки на рынке, которые, вполне вероятно, почти не ощущаются обычными инвесторами, способны очень быстро привести к израсходованию всего капитала хеджевого фонда или, по крайней мере, заставить его потерять свои короткие позиции, что произойдет, если те, кто предоставил фонду свои ценные бумаги или другие активы, потребуют их возврата.

Насколько крупными участниками являются хеджевые фонды? На самом деле никто этого не знает, поскольку совсем до недавнего времени никто не считал, что это необходимо выяснять. Несмотря на периодические предупреждения озабоченных этим обстоятельством экономистов и даже несмотря на события, которые я опишу ниже, хеджевые фонды фактически остались вне сферы регулирования со стороны властей. Частично это объясняется тем, что те из них, которые нуждаются лишь в ограниченном количестве капитала, полученном от небольшого числа людей, могут действовать в варианте офшора, и так они и поступают, получая право на юридическое местонахождение на удобной для себя территории с соответствующей юрисдикцией — это освобождает их от назойливого вмешательства властей других стран. Нельзя утверждать, что проверить эти операции невозможно, но на практике это сделать действительно трудно. Более того, в течение длительного времени очень многие заинтересованные лица считали (по крайней мере, это наблюдалось в Соединенных Штатах), что в таких проверках нет необходимости.

Конечно, подобное поведение было, мягко говоря, странным, поскольку еще в 1992 году один известный хеджевый фонд очень наглядно продемонстрировал, насколько сильным может быть влияние инвестора, использующего мощные возможности левереджа.

Легенда о Джордже Соросе

Джордж Сорос, бежавший в свое время в США из Венгрии, стал американским предпринимателем и в 1969 году учредил *Quantum Fund*. К 1992-му он стал миллиардером и приобрел известность как «самый великий инвестор мира». Примерно в эти же годы его стали активно хвалить за щедрость и творческий подход в филантропической деятельности. Но Сорос, человек с интеллектуальными и такими же финансовыми амбициями, хотел, чтобы мир воспринимал его философские взгляды так же серьезно, как и его профессионализм бизнесмена, но не ограничивался этим. По его словам, он занялся поисками возможностей для удачного маневра в бизнесе, позволяющего не только заработать, но и обеспечить для себя паблисити, которое можно было бы использовать для продвижения своих занятий, не связанных с бизнесом.

Летом 1992 года он отыскал такую возможность в Великобритании. В 1990-м эта страна присоединилась к механизму регулирования валютных курсов (*Exchange Rate Mechanism, ERM, англ.*) Европейской валютной системы (*European Monetary System, англ.*), т. е. системы фиксированных обменных курсов, предназначенной выступить в качестве промежуточного шага на пути к унифицированной европейской валюте. Однако, как и несчастным континентам в нашей притче о глобо,

Великобритании не нравилась та денежно-кредитная политика, которую она вынуждена была из-за этого проводить. В то время не было европейского центрального банка, хотя существовала юридическая фикция симметричности стран, в частности они выравнивали свою денежную политику, ориентируясь на немецкий *Bundesbank*. Германия в буквальном смысле слова занимала особое место по сравнению с остальной частью Европы: ее Западная и Восточная части только что объединились, и на восстановление последней требовались огромные деньги. Опасаясь, что эти расходы будут инфляционными, *Bundesbank* сохранял высокие процентные ставки, стараясь не допустить перегрева экономики своей страны. Великобритания, которая присоединилась к ERM в период, возможно, слишком высокого обменного курса, пребывала в состоянии глубокой рецессии — ее правительство столкнулось с возрастающим недовольством населения. Чиновники упорно отвергали разговоры о том, что рассматривают вариант выхода из ERM, хотя вряд ли у кого-то были сомнения в том, каковы их желания.

Словом, валютный кризис назрел, и Сорос решил не только сделать на него ставку, но и спровоцировать его.

Техника использования этой ставки была простой по концепции, но очень сложной в деталях. Первый этап предусматривал скрытные и даже секретно осуществляемые действия. В это время Quantum Fund спокойно создавал кредитные линии, которые позволили ему занять около 15 млрд британских фунтов и целенаправленно конвертировать эти деньги в доллары. Затем, после того как Quantum Fund уже действовал

в основном на «длинных» позициях в долларах и на «коротких» в фунтах, атака должна была из тихой превратиться в шумную: Сорос специально громко, насколько это возможно, рассказывал о «коротких» продажах фунта, давал интервью финансовым газетам, где заявлял о своем убеждении, что фунт вскоре будет девальвирован, и сообщал о других вещах этого рода. Если бы это сработало так, как задумывалось, то вызвало бы «набег» на фунт другими инвесторами и заставило бы правительство Великобритании уступить и девальвировать свою валюту.

План сработал. Высококласная атака Сороса на фунт началась в августе. В течение нескольких недель Великобритания потратила почти 50 млрд долларов на рынках иностранной валюты, чтобы защитить фунт, но безуспешно. В середине сентября правительство повысило процентные ставки для защиты валюты, хотя политически этот шаг был неприемлем. Уже всего через три дня страна отказалась от участия в ERM, и фунт был «отправлен в свободное плавание» (в котором он пребывает по сегодняшний день). Сорос не только заработал приблизительно миллиард долларов на быстрых приращениях капитала, но и получил славу самого, возможно, известного спекулянта всех времен¹.

Но что он сделал на самом деле? По этому поводу возникают три вопроса.

¹ Это произошло 16 сентября 1992 года, в «черную среду». Предпринятая Соросом операция заставила английский фунт стерлингов упасть на 12%. После этого дня его стали называть «человеком, который сломал Банк Англии». Сорос назвал эту среду «белой». — Примеч. науч. ред.

Во-первых, действительно ли Сорос подорвал валюту, которая без его действий сохранила бы свою стоимость? Скорее всего, нет. Дело в том, что давление на фунт постоянно усиливалось, и многие экономисты (хотя не очень многие участники рынка) уже подозревали, что Великобритания вскоре перестанет использовать ERM. Никто не может доказать справедливость этого убеждения, но сам я совершенно уверен, что попытка Великобритании присоединиться к континентальному денежному клубу изначально была обречена на неудачу, независимо от того, вмешается ли в этот процесс Сорос или нет.

Однако, может быть, Сорос как минимум ускорил развитие событий, заставив фунт девальвировать быстрее, чем это произошло бы без его вмешательства? Почти гарантированно в данном случае следует ответить утвердительно, но возникает другой вопрос: насколько быстрее? Опять же никто не может сказать, какой был бы выбран вариант, но, по моим оценкам, экономические условия подталкивали Великобританию в любом случае выйти уже в ближайшее время из ERM, и действия Сороса ускорили этот процесс всего на несколько недель.

И наконец, привели ли действия Сороса к какому-то вреду для его жертв? Правительству Великобритании и премьер-министру Джону Мэйджору (John Major) никогда не оправиться от этого унижения. Но можно обоснованно утверждать, что для британской нации в целом действия Сороса были благом. Снижение фунта не вызвало экономического кризиса: валюта самопроизвольно стабилизировалась на уровне приблизительно на 15% ниже предыдущего. Освободившись от необходимости поддерживать фунт, британское правительство смогло снизить процент-

ные ставки. Канцлер казначейства, т. е. министр финансов Великобритании Норман Ламонт (Norman Lamont) заявил, что он «пел в ванной» от радости, когда закончилась валютная привязка, хотя всего за несколько дней до этого утверждал, что она абсолютно неприкосновенна. Его радость, впрочем, была преждевременной: большинство британцев выиграли от девальвации, но сам он вскоре был вынужден подать в отставку. Комбинация низких процентных ставок и более конкурентного обменного курса вскоре привела к мощному оживлению британской экономики, благодаря которому в течение нескольких лет безработица в стране снизилась до уровня, который ее соседи считали недостижимым. Таким образом, для обычного британца атака Сороса на фунт в основном выглядела положительной, поэтому вся история в конечном счете не оказалась слишком ужасной.

Действительно, европейцы, серьезно занимавшиеся вопросами денежно-кредитного союза, рассматривали события 1992 года как трагедию. Во Франции, которой в основном удавалось отбивать спекулятивные атаки в 1992-м и 1993 годах (хотя затем она разрешила своему франку колебаться, но вскоре снова вернулась в группу стран, участвующих в ERM), опять можно было услышать прежние негативные высказывания в адрес валютных спекулянтов как агентов зла. Но в пределах англосаксонского мира, где обсуждалось происходящее, история Сороса и фунта не рассматривалась как какое-то злое предупреждение.

Все изменилось, когда разразился азиатский кризис, так как оказалось, что результаты спекуляций могут быть не такими благоприятными.

Сумасшествие премьер-министра Махатхира

Попытайтесь представить, какие чувства могут вызывать следующие действия руководителя страны. Этому человеку удавалось с виртуозным мастерством применять в стране приемы этнической политики: он успокоил большинство граждан государства программой «бумипутра» («сына земли»), по которой это большинство получило возможности для привилегированного экономического положения, и в то же время не происходило выдавливания из бизнеса важного для коммерции китайского меньшинства. Он сделал страну благоприятным местом для размещения филиалов заводов мультинациональных компаний, и при этом проводил независимую и в чем-то даже антизападную международную политику, которую в основном принимало большинство исламского населения. Под его руководством страна активно участвовала в создании азиатского чуда: экономика динамично росла, иностранные бизнесмены, начиная от Билла Гейтса (Bill Gates) и заканчивая руководителями гораздо меньших компаний, приезжали выказать ему уважение и наладить с ним отношения. Летом 1997 года журнал *Time* объявил его одним из членов сотни «технологических лидеров» мира.

Разумеется, были и отдельные критические высказывания в его адрес. Складывалось впечатление, что некоторые из его друзей и членов семьи довольно легко и быстро становятся богатыми людьми. Отдельные иностранцы обвиняли его в мании величия, которая проявлялась и в стремлении построить крупнейшее по высоте здание в мире, и в создании новой столицы, а также масштабного нового «технологического коридора». Но в целом имелись

все основания считать, что этот человек успешно достигал поставленных целей.

Затем совершенно неожиданно все изменилось к худшему, и это вызвало шок. В соседних странах разразился валютный кризис — что ж, это была их проблема. Но затем деньги начали утекать и из его страны также. Он столкнулся с необходимостью сделать униженный выбор: позволить валюте резко опуститься или повысить процентные ставки. Любой из этих вариантов привел бы к тому, что множество видов бизнеса, созданных с таким трудом, оказались бы в тяжелейшем финансовом положении.

Поэтому мы в общем-то не должны критиковать Махатхира Мохамеда, премьер-министра Малайзии — а речь шла именно о нем, — за приверженность к теориям заговора. В конце концов хорошо известно, что за пять лет до этого Джордж Сорос разработал план снижения британского фунта, а Quantum Fund, конечно, на протяжении нескольких лет занимался спекуляциями с валютами Юго-Восточной Азии. Разве в этих условиях не было естественным обвинить известного спекулянта в возникших бедах? Кто-то, вполне вероятно, назовет это своего рода поэтической справедливостью: Сорос, по его собственному признанию, атаковал фунт не только ради того, чтобы заработать деньги, но и для того, чтобы добиться известности. На сей же раз он оказался в собственной ловушке.

Тем не менее Махатхиру, разумеется, не следовало бы заявлять подобных вещей. В то время когда доверие к экономике его страны уже снижалось, премьер-министр, рассказывающий о заговоре американцев против Азии и намекающий, что по сути это был еврейский заговор, —

конечно, не тот рецепт, который высокооплачиваемые доктора прописывают в подобных случаях.

К тому же, как оказалось, его утверждения не были верны. Да, *Quantum Fund* спекулировал против Таиланда, но точно так же действовало и множество других организаций и людей. Спекулятивное бегство капитала из Малайзии, как выяснилось, произошло из-за самих малайзийцев, в частности, некоторых из тех же самых бизнесменов, которые стали богатыми благодаря покровительству Махатхира.

Тем не менее премьер-министр Малайзии продолжал настаивать на своей версии, обрушиваясь на Сороса на пресс-конференциях и в публичных выступлениях. Однако всего через несколько месяцев состояние малайзийской экономики действительно начало вызывать тревогу, и премьер-министр стал действовать более спокойно, опасаясь лишний раз беспокоить рынки. Возможно, к этому времени он понял, что большая часть мира считала его обвинения, мягко говоря, необоснованными. В реальном мире заговоры, о которых он рассказывал, на самом деле не случаются.

Правда, один такой произошел.

Атака на Гонконг

Гонконг в течение длительного времени занимал особое место в сердцах энтузиастов свободного рынка. В то время когда большинство стран третьего мира было уверено, что основными путями развития являются протекционизм и правительственное планирование, он проводил политику свободной торговли и поощрения предпринимательства, демонстрируя, что широко открытая эконо-

мика может расти с темпами развития, которые теоретики никогда не считали возможными. Этот город-государство первым возродил идею валютной привязки, которую некоторые консерваторы любят считать первым шагом на пути по возвращению к золотому стандарту. Год за годом консервативный *Heritage Foundation* в своем индексе экономической свободы ставил Гонконг на первое место.

Но Гонконг также пострадал от азиатского кризиса. Отыскать какие-то ошибки в менеджменте руководителей города трудно: в отличие от властей других регионов они управляли в соответствии с правилами, заданными законом, имели хорошо регулируемые банки и проводили консервативную бюджетную политику. До наступления кризиса не было никаких серьезных сигналов, свидетельствующих о практике здесь кумовства. В первый год не имелось и никакого панического бегства капитала. Тем не менее город явно оказался в неправильном месте и в неправильное время. По мере того как у соседей усиливался экономический спад, это все более отрицательно сказывалось на бизнесе: японцы перестали приезжать сюда на шопинг, а фирмы из Юго-Восточной Азии прекратили покупать услуги гонконгских банков. Что еще хуже, жесткая система валютной привязки Гонконга означала, что обменный курс оставался жестко фиксированным — 7,8 гонконгских доллара были равны одному доллару США, и это в ситуации, когда значительная часть остальных азиатских валют была девальвирована. Неожиданно Гонконг стал намного более дорогим городом, чем Бангкок или даже Токио. Из-за этого усиливалась рецессия, самая тяжелая на памяти его населения.

Неизбежно начали возникать сомнения и недовольство. Действительно ли Гонконгу следовало защищать свой

обменный курс любой ценой? Отдельные местные бизнесмены открыто требовали от властей, отвечающих за денежно-кредитную политику, девальвации валюты, чтобы снова сделать издержки конкурентными. Подобные запросы отвергались, и правительство заявляло, что обменный курс останется неизменным, но точно так же в 1992-м поступало и правительство Великобритании. А что можно сказать о Китае тех лет? Азиатскому гиганту в основном удалось избежать первой волны кризиса, в основном благодаря контролю над своей валютой. Но к лету 1998 года сигналы об экономическом спаде начали приходить и оттуда, а вместе с ними и слухи, что китайская валюта также может быть девальвирована, из-за чего Гонконг окажется еще под более сильным давлением.

Возможно, некоторые считали все эти новости плохими, но отдельные хеджевые фонды, наоборот, восприняли эту информацию как благоприятную для себя возможность.

Нет достоверных цифр, свидетельствующих о том, что именно происходило в августе и сентября 1998 года, но вот что сообщали о происходящем чиновники Гонконга и участники рынка. Небольшая группа хеджевых фондов, в том числе, по слухам, и *Quantum Fund* Сороса и менее известный, но в равной степени влиятельный *Tiger Fund* Джулиана Робертсона (Julian Robertson), начали «двойную игру» против Гонконга. Они продавали коротко гонконгские ценные бумаги, т. е. покупали акции у их владельцев, а затем продавали их за гонконгские доллары (обещая, конечно, владельцам выкупить акции и вернуть им, а также заплатить «арендную плату» за временное пользование этими ценными бумагами). Полученные от этих продаж гонконгские доллары они меняли на доллары

США, фактически делая ставку на то, что произойдет одно из двух событий: либо гонконгский доллар будет девальвирован, и тогда они заработают деньги на своих валютных спекуляциях, либо гонконгские власти, отвечающие за денежную политику, продолжат защищать свою валюту и повысят процентные ставки, из-за чего национальный фондовый рынок пойдет вниз, и они заработают деньги на своих «коротких» позициях.

Но, по мнению гонконгских чиновников, хеджевые фонды не просто ставили на эти события: как и Сорос в 1992 году, они делали все возможное, чтобы ситуация развивалась именно таким образом. Продажи гонконгских долларов специально были шумными, осуществлялись крупными блоками и регулярно, т. е. предпринималось все возможное, чтобы участники рынка обратили на это внимание. Не называя имен, гонконгские чиновники утверждали, что хеджевые фонды платили репортерам и редакторам газет за публикации историй, в которых высказывались предположения, будто гонконгский доллар, или китайский женьминби¹, или обе эти валюты находятся накануне девальвации. Другими словами, они преднамеренно пытались начать «набег» на валюту.

Действительно ли хеджевые фонды участвовали в этом заговоре согласованно и вместе? Это вполне вероятно: если явный сговор заняться согласованно манипуляциями с ценами, скажем, акций *Microsoft*, приведет к тому, что вы окажетесь в тюрьме, то сопоставимый заговор против

¹ Латинское наименование китайских денег — «женьминь-би» (Renminbi — «народные деньги»), единицей которых является юань, — было официально принято в июне 1969 года. — Примеч. науч. ред.

фондового рынка Гонконга (который по размерам своей капитализации в 1998 году был примерно таким же, как *Microsoft*) можно осуществить легко и безнаказанно, воспользовавшись прорехами в законах. С другой стороны, скорее всего, никаких специальных контактов вообще не было — существовали намеки и завуалированные подсказки, когда несколько руководителей высшего звена собрались для партии в гольф или посидеть за бутылкой дорогого вина. В конце концов, участников было немного, и все они хорошо знали правила игры.

Но некоторые аналитики разглядели тень еще более широкого заговора. Гонконгская четверка (или пятерка, или любая другая цифра) в это время участвовала и в других играх. Они занимали «короткие» позиции по иене, поскольку процентные ставки в Японии были низкими, и исходили из того, что наряду с гонконгским долларом может рухнуть и иена. Такие же операции осуществлялись с австралийским и канадским долларами, шумно проходили продажи и некоторых других валют. Поэтому Гонконг можно рассматривать всего лишь как центральный элемент в игре против большинства других стран Азиатско-Тихоокеанского региона — возможно, там действительно имел место самый крупный рыночный заговор всех времен.

Все сказанное выглядит довольно достоверным. В конце концов, что мог сделать Гонконг в создавшихся условиях? Его фондовый рынок был крупным по сравнению с большинством развивающихся стран, но не по сравнению с ресурсами хеджевых фондов. В некоторых отчетах говорилось, что общие «короткие» позиции предполагаемых заговорщиков составили приблизительно 30 млрд долларов — на фондовом рынке США это приблизительно

эквивалентно «коротким» продажам на 1,5 трлн долларов. К тому же гонконгский рынок был достаточно открыт и, скорее всего, планировал оставаться таковым: город, чья жизнь в основном зависит от его репутации, как место, где люди могут делать со своими деньгами все, что им нравится, не допускал произвольного вмешательства властей, и поэтому они не решились даже попытаться установить контроль над бегством капитала. Все там происходившее в целом походило на блестящий план с очень высокими шансами на успех. Но неожиданно Гонконг дал сдачи.

Основным оружием в этой битве стало новое нетрадиционное использование средств фондов Валютного управления Гонконга (Hong Kong Monetary Authority, НКМА), т. е. властей этой страны, отвечавших за ее денежно-кредитную политику. Так случилось, что у НКМА были огромные ресурсы. Вспомните, что в Гонконге ввели валютную привязку, и поэтому 7,8 гонконгских доллара в обороте были обеспечены одним долларом США, находившимся в резерве. Оказалось, в запасе у НКМА было гораздо больше долларов, чем требовалось для этой цели. Как могло это богатство быть использовано для защиты против хеджевых фондов? Они использовали его для покупки национальных акций, тем самым повышая их цены и заставляя хеджевые фонды, которые продавали эти акции коротко, терять на этом деньги. Конечно, чтобы эти покупки были эффективными, их надо было осуществлять в больших масштабах, сопоставимых или даже более крупных, чем «короткие» продажи хеджевых фондов. Однако в этом случае у властей, несомненно, были ресурсы для осуществления подобных покупок.

Почему же хеджевые фонды не отреагировали так, как ожидалось? Потому, что они не думали, что власти Гонконга осмелятся поступить подобным образом и рискнут не считаться с неизбежной реакцией консерваторов, которые испытывали чувство ужаса даже от одной мысли, что этот образец рыночной экономики попытается влиять на рыночные цены. Реакция на эти действия была действительно огромной. «Действия властей неразумны», — гремел в своих выступлениях Милтон Фридман. *Heritage Foundation* официально заявил, что перестает указывать в своих документах, что этот город-государство является бастионом экономической свободы. В газетных историях Гонконг стали приравнять к Малайзии, которая до этого ввела драконовские меры контроля над капиталом. Секретарь по вопросам финансов (министр финансов) Дональд Цанг (Donald Tsang) отправился в турне по миру, пытаясь объяснить инвесторам проводимые Гонконгом действия и уверить их, что правительство активно, как и прежде, выступает за капитализм. Но эти заявления воспринимались очень настороженно.

В это время хеджевые фонды ожидали, что последовавшая реакция заставит власти Гонконга отступить. Они перенесли свои «короткие» позиции (т. е. заплатили первоначальным владельцам ценных бумаг дополнительную плату за право отложить возврат ценных бумаг на какое-то время) и решили ждать в расчете на то, что в конце концов правительство сдастся. Тогда правительство повысило ставку и ввело новые правила, ограничивающие «короткие» продажи, тем самым побудив гонконгских инвесторов, которые предоставили свои ценные бумаги «напрокат», отозвать их. Из-за этого хеджевым фондам пришлось

закрыть свои «короткие» позиции, что, разумеется, привело к еще более яростным возмущениям недовольных.

А затем вся ситуация в Гонконге очень быстро перестала привлекать внимание заинтересованных лиц, так как причудливая последовательность событий, прокатившихся по всему миру, заставила сами хеджевые фонды ограничить масштабы своей деятельности.

Потемкинская экономика

В 1787 году Екатерина II, императрица России, путешествовала по южным провинциям своего обширного государства. Существует легенда, что ее главный министр Григорий Александрович Потемкин прибывал в каждое селение, где должна была появиться государыня, на день раньше нее, и по его приказу избы в деревнях закрывали декоративными фасадами, из-за которых ветхие домишки издалека выглядели зажиточными домами. После проезда императрицы эти сооружения быстро разбирались и оперативно доставлялись к следующему месту. С тех пор для описания сцен сытой жизни, за которыми на самом деле ничего нет, кроме яркого фасада, используется термин «потемкинская деревня».

Все это в полной мере подходит и для описания России второй половины 1990-х, когда вся эта страна фактически стала жертвой потемкинской экономики.

Разумеется, никто не рассчитывал, что переход от социализма к капитализму будет легким делом, но для России он оказался еще более трудным, чем ожидалось. В течение нескольких лет после краха коммунизма складывалось впечатление, что ее экономика остается в состоянии неопределенности, что утрачена направляющая роль

органов центрального планирования, которые в прошлом задавали курс, и все это произошло до того, как появилась работающая рыночная система. Даже то, что в прошлом более или менее работало, теперь не функционировало: фабрики, где выпускалась низкокачественная продукция, больше ничего не производили, колхозы стали еще менее продуктивными, чем были, а унылые годы правления Брежнева начали восприниматься многими как золотой век. В стране были сотни тысяч хорошо подготовленных программистов, инженеров, ученых, математиков, но они не могли найти для себя достойную работу.

Положение дел действительно заслуживало сожаления, но у России оставался последний актив: как наследник Советского Союза, она по-прежнему имела огромный арсенал ядерного оружия. Хотя в явном виде она не угрожала прибегнуть к его продаже тому, кто даст самую высокую цену, такой риск влиял на политику Запада и вызывал у властей США беспокойство и желание сделать в этой непростой ситуации все возможное. Это уже потом многие информированные люди выступали с явно циничными заявлениями, рассказывая, что Соединенные Штаты продолжают надеяться на то, что российские реформаторы каким-то образом смогут осуществить и закончить застопорившийся переход и что олигархи перестанут действовать эгоистично или, по крайней мере, близоруко. Поэтому власти США подтолкнули Международный валютный фонд предоставить России деньги, чтобы у нее было время для реализации стабилизационных планов, однако этот сценарий практически никогда не осуществился. (В *The Medley Report*, международном экономическом бюллетене, был дан комментарий о том, что Соединенные Штаты вовсе не швыряли

деньги в крысиную нору, как некоторые утверждали. На самом деле этими деньгами заваливались шахты ракетных установок.)

Очевидная возможность России использовать свое ядерное оружие как гарантию нужных ей действий подталкивала азартных иностранных инвесторов идти на риск и вкладывать деньги в эту страну. Все знали, что рубль может быть девальвирован и, вполне вероятно, очень сильно, или что правительство России может просто объявить дефолт по своим долгам. Однако многим казалось, что до того, как это случится, шансы на выигрыш велики. Некоторые верили, что Запад вмешается и в качестве спасительной меры будет осуществлено очередное вливание денег. Поскольку правительство России при заимствованиях предлагало очень высокие процентные ставки, в конце концов достигшие 150%, этот вариант был очень привлекательным для инвесторов с высокой склонностью к рискам, прежде всего для хеджевых фондов.

Однако в конечном счете выяснилось, что эта ставка вовсе не была правильной. Летом 1998 года финансовая ситуация в России развивалась быстрее, чем ожидали. В августе Джордж Сорос (!) публично высказал предположение, что Россия девальвирует рубль, а затем установит валютную привязку. Его высказывания вызвали «набег» на российскую валюту, недостаточное обесценение, проведенное в мексиканском стиле, а затем сочетание валютного коллапса и введения моратория на выплату долгов. Запад, как стало ясно, не вмешался: на этот раз никаких спасательных мер не последовало. Неожиданно долги России стало возможным продавать, если это вообще удавалось, только за доли номинальной стоимости, в резуль-

тате чего были потеряны миллиарды долларов. (А что случилось с ядерным обеспечением? Хороший вопрос, однако давайте не будем на этом останавливаться.)

В долларовом исчислении денежные потери в России были весьма незначительны: не больше, чем при падении фондового рынка США на долю процента, что происходит почти через день. Но эти убытки легли тяжким грузом на небольшую группу финансовых операторов с преобладанием в их капитале ценных бумаг с фиксированным доходом, из-за чего возникло огромное, до абсурдности, влияние на остальную часть мира. Действительно, на протяжении нескольких недель после этого события складывалось впечатление, что финансовый кризис в России потянет за собой вниз весь мир.

Паника 1998 года

Летом 1998-го балансовые отчеты мировых хеджевых фондов были не только велики, но и предельно сложны в содержательном плане. Однако они имели общую модель. Как правило, эти фонды занимали короткую позицию по безопасным активам, т. е. тем, стоимость которых вряд ли опустится, а также ликвидным, т. е. тем, которые легко продать, если нужны наличные. Одновременно они занимали «длинную» позицию по рискованным и неликвидным активам. Поэтому хеджевый фонд мог, скажем, занимать «короткую» позицию по долгам немецкого правительства, которые являются безопасным и легким активом для продажи, и «длинную» — по датским ценным бумагам, обеспеченным пулом ипотек (закладными, косвенными

исками на недвижимость), которые более рискованны и которые труднее быстро продать в случае необходимости. Или они могли занимать «короткую» позицию по японским облигациям и «длинную» — по российским долгам.

Общий принцип в данном случае заключался в том, что исторически рынки обычно предлагали довольно высокую премию за комбинацию безопасности и ликвидности, так как небольшие инвесторы стараются избегать риска, и нельзя с точностью предположить, когда им могут потребоваться наличные деньги, которые они придут забирать. Это предоставляло возможность крупным операторам, которые могли минимизировать риск благодаря продуманной диверсификации (покупая активы, скомбинированные таким образом, чтобы выигрыши по одним составляющим обычно компенсировали убытки по другим) и которым, как правило, не требуются срочно наличные. Именно благодаря использованию таких видов маржи хеджевые фонды и зарабатывали год за годом такие большие деньги.

Однако к 1998 году многие разобрались в этой базовой схеме, из-за чего возросла конкуренция среди самих хеджевых фондов, что привело к тому, что зарабатывать деньги таким образом стало намного труднее. Некоторые хеджевые фонды фактически стали возвращать деньги инвесторам, заявляя, что не могут отыскать достаточно рентабельных возможностей для их использования. В то же время они попытались отыскать новые ходы, еще больше расширяя направления своей деятельности, занимая сложные позиции, которые внешне казались очень рискованными, но, как считалось, были хорошо продуманы, что позволяло им минимизировать вероятность убытков.

Однако до наступления катастрофы никто не понимал, что конкуренция между хеджевыми фондами по использованию все более сужающихся возможностей получения прибыли приведет к созданию своего рода финансовой машины «Ссудного дня».

Вот как такая машина работала. Предположим, какой-то хеджевой фонд, назовем его *Relativity Fund*, сделал крупную ставку на долги российского правительства. Затем Россия объявляет дефолт, после чего фонд несет убытки порядка миллиарда долларов. Это заставляет нервничать инвесторов, являющихся сторонами *Relativity Fund* по «коротким» позициям, т. е. тех, кто одолжил этому фонду свои акции и облигации с условием, что он вернет их в будущем. После этих событий они требуют, чтобы фонд вернул им активы. Однако у *Relativity Fund* на самом деле этих активов на руках нет: он должен купить их снова, что означает, что ему необходимо продать другие активы, чтобы получить необходимые для покупки деньги. А поскольку он крупный игрок на рынке, то после начала масштабных продаж цены активов, в которые он инвестировал, идут вниз.

Pussycat Fund, соперник *Relativity Fund*, также инвестировал во множество тех же активов. Поэтому, если *Relativity* вынужден пойти на неожиданные крупные продажи, это означает и крупные убытки для *Pussycat* — он также оказывается в ситуации, когда ему приходится закрыть свои «короткие» позиции, для чего необходимо заняться продажами, и это заставляет цены других активов идти вниз. Все эти процессы порождают проблему и для фонда *Elizabethan Fund*, а потом трудности распространяются далее вниз — по всей цепочке взаимодействий.

Не напоминает ли вам все это историю о финансовой катастрофе в Азии, о которой рассказывалось в главе 4? На фундаментальном уровне это тот же самый процесс с падающими ценами и взрывообразно ухудшающимися балансовыми отчетами, т. е. начало действия порочного круга делеверизации¹. Никто не думал, что подобное может случиться в современном мире, но это произошло, и последствия были очень пугающими.

Как видите, оказалось, что хеджевые фонды настолько старательно занимались покупкой и продажей ценных бумаг без премии за ликвидность и риск, что для многих неликвидных активов они сами являлись рынком. Однако когда они все сразу попытались эти активы продать, никаких других покупателей на этом рынке не имелось, и поэтому после многих лет устойчивого сокращения премии за ликвидность и риск неожиданно подскочили до неслыханных уровней, так как хеджевые фонды были вынуждены закрывать свои позиции.

По 29-летним правительственным облигациям США, совершенно безопасному активу (безопасному в том смысле, что если правительство США будет существовать, то сохранятся и все его атрибуты), предлагали существенно более высокие процентные ставки, чем по 30-летним облигациям, сделки с которыми осуществлялись на более крупном рынке и которые поэтому продать немного легче. По корпоративным облигациям обычно предлагается

¹ Deleveraging, или degearing (англ.) — процесс замещения заемного капитала фирмы ее собственным капиталом; в данном случае процесс уменьшения доли заемного капитала в общем размере капитала фирмы в результате закрытия рискованных рыночных позиций. — Примеч. науч. ред.

более высокая доходность, чем по облигациям правительства США, но неожиданно спред между ними расширился на несколько процентных пунктов. Коммерческие ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек, т. е. финансовые инструменты, которые косвенно финансируют большую часть строительства нежилой недвижимости, нельзя было продать вообще. На одной встрече, где я присутствовал, участники спросили представителя Федеральной резервной системы, который описывал ситуацию, что можно сделать для устранения проблем, и услышали такой ответ: «Молиться».

На практике, к счастью, ФРС сделала больше этого. Прежде всего она разработала схему спасения самого известного «пострадавшего» среди хеджевых фондов — *Long Term Capital Management (LTCM)*, чья штаб-квартира находилась в штате Коннектикут.

Сага о *LTCM* еще более замечательна, чем легенда о Джордже Соросе. Сорос — фигура, у которой есть предшественники, т. е. традиционный финансовый рейдер хулиганского типа, и, если говорить о базовых понятиях, не слишком отличающийся от Джима Фиска (*Jim Fisk*) или Джея Гулда (*Jay Gould*). А вот менеджеры *Long Term Capital* были типичными представителями другой современной формации: усердными учеными, использующими формулы и компьютеры в надежде перехитрить рынок. Фирма гордилась двумя своими нобелевскими лауреатами, здесь же работали и лучшие их ученики. Ученые верили, что благодаря тщательному анализу исторических корреляций между активами они могут более разумно создать свои портфели, «длинные» по некоторым активам и «короткие» по другим, что обеспечит им высокую доходность при гораздо меньшем риске, чем могут представить другие.

И действительно, год за годом они регулярно добивались решения этой задачи, после чего те, кто одалживал им деньги, почти перестали спрашивать, достаточно ли у них капитала, чтобы быть надежным партнером.

А затем рынки вдруг «сошли с ума».

До сих пор не ясно, были ли убытки, которые понес *LTCM*, результатом одного из редчайших, случающихся раз в жизни шоков, который невозможно предвидеть, или они произошли из-за того, что компьютерные модели, которыми они пользовались, не были настолько проработанными, чтобы учесть случающиеся время от времени на рынке крупные потрясения. (А также была ли эта наивность, если все объяснялось ею, преднамеренной. Здесь опять возникает вопрос об угрозе недобросовестности.) Какой бы ни была причина, к сентябрю компания столкнулась с требованиями дополнительного обеспечения: от нее потребовали, чтобы она либо положила больше денег на депозит кредиторов, либо полностью с ними расплатилась. Но она не смогла выполнить это требование. После этого неожиданно стало ясно, что *LTCM* выросла до размеров такого крупного игрока на рынке, что если она рухнет и ее позиции будут ликвидированы, это сможет вызвать полномасштабную панику.

В этих условиях надо было что-то делать. В конце концов никаких общественных денег не потребовалось: Федеральная резервная система Нью-Йорка смогла убедить группу инвесторов стать мажоритарными владельцами *LTCM* в обмен за так необходимое вливание в нее денег. После того как рынки снова успокоились, оказалось, что банки на этой сделке на самом деле получили прибыль.

Однако даже с учетом этого успешного спасения вряд ли можно было прийти к выводу, что кризис преодолен.

Когда Федеральная резервная система на своем регулярном сентябрьском заседании снизила процентные ставки только на 0,25%, этот вялый шаг разочаровал рынки, после чего и без того непростая финансовая ситуация стала быстро и неудержимо переходить в паническую. Неожиданно люди начали проводить аналогии между финансовым кризисом и «набегами» на банки, с которым Соединенные Штаты столкнулись во времена Великой депрессии. Представители J. P. Morgan зашли очень далеко и уверенно предсказывали, что в 1999 году будет сильнейшая рецессия.

Но у ФРС в рукаве была припрятана одна штука для показа «фокуса». Обычно процентные ставки меняются только на встречах Федерального комитета по операциям на открытом рынке (Federal Open Market Committee), которые происходят приблизительно раз в шесть недель. Однако на той сентябрьской встрече комитет предоставил Алану Гринспену право по своему усмотрению снижать процентные ставки на дополнительные четверть пункта, если в этом возникает необходимость. 15 октября Гринспен удивил рынки, когда объявил о таком снижении, после чего там чудесным образом произошло улучшение дел. Когда Федеральная резервная система на следующей встрече снова снизила ставку, паника сменилась эйфорией. К концу 1998 года все необычные премии за ликвидность исчезли, а фондовый рынок начал снова ставить один за другим новые рекорды.

При рассмотрении этой ситуации важно понимать, что даже после этого представители Федеральной резервной системы не были в полной мере уверены, как они доведут до конца всю эту спасательную операцию. В самый разгар

кризиса казалось весьма возможным, что снижение процентных ставок окажется полностью неэффективным: ведь если никто не может занимать, то какая разница, какой была цена, по которой можно было осуществлять сделки? А если все были бы уверены, что мир приближается к концу, возникшая паника могла бы, как это произошло во многих других странах, оказаться самосбывающимся пророчеством. В ретроспективе Гринспен напоминал генерала, который гарцует на коне перед своей деморализованной армией, размахивая саблей и выкрикивая воодушевляющие лозунги, что так или иначе влияет на ход сражения: все это хорошо, но вряд ли это тот вариант, на который можно рассчитывать в следующий раз.

Некоторые представители ФРС испытывали беспокойство, полагая, что общественность слишком завышает их способности. Как выразился по этому поводу один из консультантов Гринспена, возникла новая разновидность угрозы недобросовестности, в основе которой лежит вера, что Федеральная резервная система всегда сможет вытащить экономику и рынки из любого кризиса. Наглядно пределы мощи ФРС были продемонстрированы, когда наступил кризис 2008 года.

Но прежде чем мы займемся этими вопросами, давайте поговорим о легенде Алана Гринспена и о том, как все шло неправильно.

Пузыри Гринспена

глава 7

На протяжении более 18 лет, с мая 1987-го по январь 2006-го, председателем Совета управляющих Федеральной резервной системы был Алан Гринспен. Сама эта позиция сделала его одним из самых мощных финансовых чиновников мира, но его влияние далеко выходило за рамки формальных полномочий: он был «маэстро», «оракулом», «старшим членом Комитета по спасению мира», как о нем говорилось в 1999 году в статье в журнале *Time*, поместившим его портрет на обложке.

Когда Гринспен покинул свой пост, за ним тянулся длинный шлейф ореола славы. Алан Блайндер (Alan Blinder) из *Princeton University* как-то заявил, что этот человек, вполне вероятно, — величайший глава центральных банков в истории. Во время одного из последних выступлений Гринспена перед конгрессом ему внимали так, словно вещает мессия, досконально разбирающийся в области денег. «Вы направляете курс денежно-кредитной политики в условиях шоков, потрясающих рынки, войн, террористических атак и природных катастроф, — заявил, обращаясь к нему, один из конгрессменов. — Вы внесли огромный вклад в процветание США, и поэтому страна в неоплатном долгу перед вами».

Но спустя почти три года Алана Гринспена смешали с грязью.

История подъема и падения его репутации — не просто образец нравоучительной сказки об отдельной личности, но еще и история и том, как создатели экономической политики убеждают себя, будто у них все под контролем, а потом — к своему ужасу и страданиям всей страны — узнают, что на самом деле это не так.

Эпоха Гринспена

Как Гринспен стал такой легендой? В основном потому, что он оставался на должности председателя в период, когда экономические новости в основном были хорошими. 1970-е и начало 1980-х стали периодами тяжелейших шоков: уровни инфляции и безработицы выросли до двухзначных цифр, а экономические спады были самыми тяжелыми со времен Великой депрессии. И наоборот, эра Гринспена являлась относительно спокойной: инфляция оставалась низкой на протяжении всего времени его нахождения на этой должности, а две рецессии, которые случились в эти годы, были короткими и продолжались по восемь месяцев — по крайней мере, если руководствоваться официальной хронологией (особенно в отношении последней рецессии). Рабочих мест было относительно много: в конце 1990-х и опять же, в середине следующего десятилетия уровень безработицы снизился до значений, невиданных после 1960-х. Для финансовых инвесторов годы правления Гринспена были божественными: индекс Доу превысил 10 тысяч, а цены акций в среднем росли со скоростью более 10% в год.

Была ли в этом заслуга самого Гринспена? Несомненно, его вклад меньше того потока восхвалений, которые он получил. Пол Волкер (Paul Volcker), чьим преемником стал Гринспен, справился с инфляцией, поставив ее под контроль. Он добился этой цели при помощи политики «дорогих» денег, которая вызвала серьезный экономический спад, но в конце концов сломала хребет инфляционной психологии. После того как Волкер сделал самую трудную

и непопулярную работу, Гринспену было намного легче: он мог воспользоваться плодами труда предшественника.

Большая часть хороших экономических новостей также имела мало общего с денежно-кредитной политикой. В годы правления Гринспена американский бизнес наконец-то понял, как следует эффективно пользоваться информационными технологиями. Когда предлагается новая технология, нередко нужно определенное время, прежде чем ее экономические преимущества станут очевидными, т. е. бизнесу требуется время, чтобы изменить свою структуру и правильно воспользоваться преимуществами инновации. Классический пример здесь — электричество. Хотя электрические машины стали широко доступны еще в 1880-е, вначале компании продолжали строить фабрики, ориентируясь на прежние методы: многоэтажные здания со станками и другим оборудованием, которые очень тесно стояло в цехах. Такое расположение диктовалось необходимостью: в подвале завода находился огромный двигатель, приводивший во вращение все оси и шкивы. И лишь после Первой мировой войны бизнес фактически начал использовать преимущества изменившегося положения дел, т. е. ему больше не требовалась централизованная мощь. Это привело к появлению одноэтажных фабрик в открытых зданиях, где имелось достаточно места для перемещения обрабатываемых материалов.

То же самое произошло с информационными технологиями. Микропроцессор был изобретен в 1971 году, а персональные компьютеры получили широкое распространение уже в первые годы 1980-х. Но на протяжении длительного времени офисы продолжали управляться так же, как в эпоху копировальной бумаги. И лишь в середине

1990-х бизнес на самом деле начал использовать преимущества этих новых технологий и создавать сетевые офисы, осуществляя обновление запасов в непрерывном режиме и т. д. Это дало толчок и резко повысило темпы роста производительности в США, т. е. того объема труда, который в среднем работник создает за час. Соответственно увеличилась прибыль и стал возможен контроль за инфляцией. Так в период правления Гринспена начали появляться хорошие экономические новости, но председатель ФРС к этому никакого отношения не имеет.

Хотя не Гринспен справился с инфляцией и не он осуществил революцию в производительности, этот человек действительно занимался управлением деньгами, и складывалось впечатление, что он делал это эффективно. Ключевыми в этом предложении являются слова «складывалось впечатление», но прежде чем мы объясним это более детально, давайте посмотрим, каковы были особенности правления Гринспена как председателя.

«Трезвый водитель» для Америки¹

Алан Гринспен не пробыв на должности председателя Федеральной резервной системы дольше других. Пальма первенства здесь принадлежит Уильяму Макчесни Мартину-младшему (William McChesney Martin Jr.), возглавлявшему ее с 1951 по 1970 год. Однако вряд ли философии денежно-кредитной политики у двух других людей могли бы быть более разными, чем у Гринспена и Мартина-младшего.

¹ В оригинальном названии этого раздела используется английское выражение *designated driver* — в США так называют человека, который соглашается не пить спиртное во время вечеринки, чтобы было кому развезти других по домам. — Примеч. науч. ред.

Мартин, как известно, однажды заявил, что предназначение ФРС — «в разгар вечеринки уносить чашу для смешивания пунша». В данном случае он имел в виду, что ФРС должна повышать процентные ставки, чтобы не допустить перегрева экономики в период бума, способного вызвать инфляцию. Однако его высказывания также интерпретировали и иначе: ФРС должна пытаться не допускать «иррационального изобилия» (*irrational exuberance*, *англ.*) на финансовых рынках (это выражение предложено Гринспеном).

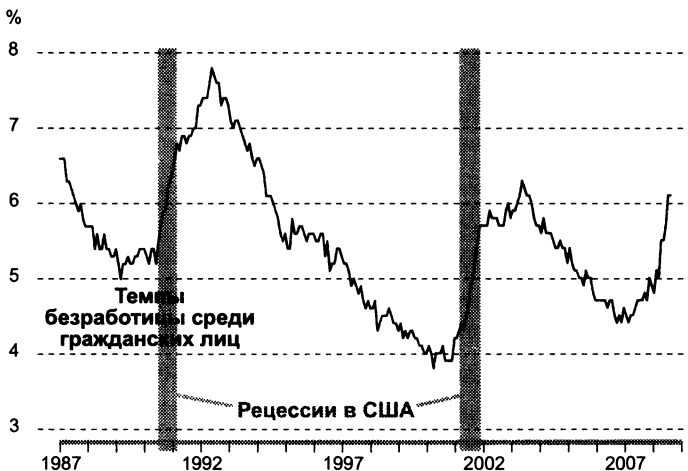
Хотя Гринспен предупреждал о недопустимости иррационального изобилия, он сам никогда не предпринимал достаточных усилий, чтобы его избежать. Он употребил выражение «иррациональное изобилие» в своей речи в 1996 году, высказав, хотя и в расплывчатой формулировке, предположение, что на фондовом рынке надувается пузырь. Однако он не повысил процентные ставки, чтобы приглушить энтузиазм участников рынка, и даже не попытался установить гарантийных требований для инвесторов фондового рынка. Вместо этого он ждал до тех пор, пока пузырь лопнул — это случилось в 2000 году. И только после этого он попытался навести порядок в образовавшемся хаосе.

Как об этом ядовито, но в то же время точно сказано в статье *Reuters*, Гринспен действовал как родитель, который предупреждает подростков о том, чтобы они не перебрали, но на практике не прекращает горячую вечеринку и находится поблизости, чтобы выступить как шофер по вызову, ожидающий, когда клиент закончит развлекаться.

Чтобы судить о Гринспене справедливо и всесторонне, надо также отметить, что с его политической доктриной соглашались многие экономисты, представители всего политического спектра. Дело в том, что его готов-

ность позволить обстоятельствам, сложившимся в хорошие времена, проявить себя в полной мере в то время хорошо служила экономике США, по крайней мере, в одном отношении: впечатляющее увеличение числа рабочих мест в годы президентства Клинтона, скорее всего, было бы не таким значительным, если бы во главе ФРС стоял другой человек.

На приведенном ниже графике (рис. 2), демонстрирующем уровень безработицы в США с начала 1987 года, эта ситуация объясняется более наглядно. Официальные данные, соответствующие периодам рецессии, указаны закрашенными столбцами.



Р и с . 2. Взаимосвязь уровней безработицы и периодов рецессии в США

Источник: *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 2008. Данные по безработице в гражданском секторе приводятся по исследованиям Бюро трудовой статистики, подразделения Министерства труда США, данные по рецессиям — по информации NBER (Национального бюро экономических исследований).

Отличительная характеристика этого графика — экстраординарное снижение безработицы с 1993-го по 2000 год, уровень которой впервые после 1970 года опустился ниже 4%. Конечно, вовсе не Гринспен вызвал это снижение, но он позволил ему произойти. И его благотворное невмешательство в ходе снижения уровня безработицы было неортодоксальным и, как оказалось, правильным подходом.

С начала до середины 1990-х доминировала точка зрения (я и сам ее разделял), что, если уровень безработицы опустится ниже 5,5%, инфляция начнет повышаться. Повидимому, этот вывод был следствием урока, усваиваемого на протяжении двух предыдущих десятилетий. Инфляция действительно немного повышалась в конце 1980-х, когда уровень безработицы приблизился к 5%. А когда этот уровень в середине 1990-х опустился ниже традиционной красной линии, многие экономисты хором потребовали от Гринспена повышения процентных ставок, чтобы не допустить возвращения инфляции.

Однако Гринспен отказывался от применения «противопожарных мер» до тех пор, пока сам не посмотрел в глаза инфляции, т. е. пока она не стала реальной. Он публично высказывался о том, что ускорение роста производительности может изменить исторически сложившуюся зависимость между показателями низкой безработицы и ускоряющейся инфляции, и использовал этот аргумент для того, чтобы откладывать любое повышение процентных ставок до тех пор, пока не появлялись факты, явно свидетельствующие, что инфляция на самом деле повышается. Оказалось, что такая политика фактически изменила экономику. (Экономисты все еще спорят о том, как именно это удалось осуществить.) Безработица опустилась

до уровня, невиданного за многие десятилетия, и при этом уровень инфляции не менялся. В стране явно ощущалось процветание, которого не наблюдалось с 60-х.

Если говорить о создании рабочих мест, то разрешение оставить чашу для пунша на протяжении всей вечеринки было отличным вариантом. Однако когда на рынках активов дело дошло до иррационального изобилия, политика Гринспена стала менее успешной. Только после того как он покинул свою должность, стало ясно, насколько неуспешной она была.

Пузыри Гринспена

Как я уже отмечал, Гринспен предупреждал об опасности иррационального изобилия, но сам ничего не делал, чтобы его не допустить. Этот председатель ФРС на практике установил уникальный, как я считаю, рекорд среди руководителей центральных банков: занимал свою должность, пока надувался не один, а два огромных пузыря активов — сначала акций, а затем недвижимости.

На рисунке 3 показаны временные параметры и размер этих двух пузырей.

Одна линия — соотношение цен акций и корпоративных доходов — обычно используемый индикатор, по которому судят, насколько обоснованной является цена акций. Другая линия демонстрирует сопоставимый показатель цен на недвижимость, а именно соотношение средних цен на дома в США со средней арендной платой, выраженной в виде индекса, при котором за 100 принято указанное соотношение в 1987 году. Легко увидеть, что фондовый пузырь 1990-х годов в следующем десятилетии сменился пузырем жилья. Соотношение цены и чистой прибыли на

этом графике взято из данных, приведенных Робертом Шиллером (Robert Shiller) из *Yale University*, который сравнивает цены акций со средними доходами за предыдущее десятилетие, чтобы выровнять краткосрочные колебания величины прибыли из-за бумов и спадов. В качестве индекса цен недвижимости здесь используется национальный индекс *Case-Shiller*, а данные по арендной плате взяты в Бюро экономического анализа (*Bureau of Economic Analysis*).



Р и с. 3. Сравнительная динамика роста акционерного и ипотечного пузырей

Видно, что в целом цены на жилье никогда не отличались столь сильно от исторических норм, как это бывало с ценами на акции. Однако это наблюдение может привести к ошибочным выводам. Во-первых, сделки с жильем являются более крупными, чем на рынке акций, особенно это касается семей среднего класса, для которых дома обычно являются основным активом. Во-вторых, бум цен на жилье распространялся неравномерно: в центральной части Соединенных Штатов, где земли в изобилии, они

никогда существенно не превышали уровень инфляции в целом, но в прибрежных регионах, особенно во Флориде и южной части Калифорнии, они резко выросли по сравнению с арендной платой, иногда вдвое выше обычного. И наконец, финансовая система оказалась гораздо более уязвимой к побочным эффектам, возникающим при снижающихся ценах на дома, чем к побочным эффектам фондового пузыря. Почему это происходит, объясняется в главе 9.

Как эти пузыри надувались?

Фондовый пузырь 1990-х — это, вероятно, в первую очередь отражение двух факторов. Один из них — предельный оптимизм в отношении потенциала прибыли информационных технологий — привлек большое внимание. Другой — возросшее чувство безопасности в отношении экономики, убеждение, что дни серьезных рецессий остались в прошлом, — не получил такого же освещения в СМИ. Однако оба фактора работали вместе, толкая цены акций к удивительным по высоте уровням.

Сегодня все знают о доткомовском пузыре¹, сущность которого, может быть, лучше всего символизирует

¹ Букв.: dot com — «точка-ком» (англ.). Ставшее нарицательным название компании (и домена верхнего уровня com, в котором зарегистрированы преимущественно коммерческие организации, чья бизнес-модель целиком основывается на работе в рамках Интернета). Пузырь доткомов лопнул 10 марта 2000 года, когда произошло обвальное падение индекса высокотехнологичных компаний NASDAQ. Перед этим он достиг своего максимума в 5048,62 (с дневным пиком в 5132,52), тем самым удвоив показатели всего годичной давности. — Примеч. науч. ред.

феномен компании *Pets.com*, которая благодаря использованию сомнительной бизнес-модели, а также умной рекламной кампании добилась удивительной по величине оценки своих активов. Но это же происходило не только в доткомовском секторе — в других секторах бизнеса компании рассказывали поразительные истории о том, как новая технология все изменит, и сообщали, что прежние правила, ограничивавшие размер прибыли и темпов роста, больше не применяются. Не раз и не два, как мы узнали потом, за этими историями, вызывавшими у слушателей множество положительных эмоций, на самом деле стояли приемы мошенничества в области бухгалтерии. Однако главное заключалось в том, что инвесторы, видя огромные прибыли, полученные первыми покупателями акций *Microsoft* и других участников рынка в отраслях информационных технологий, были готовы поверить, что и многие другие компании способны добиться того же чуда. Это, разумеется, было заблуждением: в экономике просто не было места для нескольких компаний *Microsoft*. Однако ажиотаж — всегда очень мощный фактор, и поэтому люди были готовы на время отказаться от своих рациональных обоснований.

По-видимому, существовали и более серьезные причины для покупок ценных бумаг. Экономистам и финансовым экспертам хорошо известно, что в истории ценных бумагах, как подтверждают прошлые данные, иногда бывают очень хорошие инвестиции, по крайней мере, для тех, кто готов их покупать и держать. В экономике даже существует обширная литература, посвященная загадке «премии за приобретение акций»: при наличии ценных бумаг, которые постоянно показывают на-

много более высокие результаты, чем альтернативные инвестиции, например, в облигации, трудно понять, почему люди вообще не вкладывают все свои деньги в акции. Это объясняется, по-видимому, страхом: на рынке акций в 1930-х многие понесли огромные убытки. Недоверию способствовали и более поздние события, в том числе резкое падение акций в период стагфляции в 1970-е годы, когда их реальная стоимость с 1968-го по 1978 год снижалась примерно на 7% в год, и поэтому понятно, почему инвесторы продолжали действовать осторожно. Но по мере того как продолжался период Великой умеренности (Great Moderation, *англ.*), в течение которого инфляция оставалась низкой и никаких серьезных рецессий не наблюдалось, этот страх постепенно ослабевал. Бестселлерами стали книги вроде «Индекс Доу на уровне 36,000» (*Dow 36,000*), которые были написаны на основе литературы, посвященной ошибочным версиям «премии за акции». (Хотя авторские вычисления были совершенно неправильными, но кто их перепроверял?)

По мере того как цены на акции росли, процесс начал подпитывать сам себя. Никаких более или менее разумных аргументов в пользу инвестирования в ценные бумаги уже не приводилось: к 1998 году стало очевидно, что те, кто купил акции, заработали кучу денег, а те, кто выжидал, оставаясь в стороне от этого процесса, не получили ничего. Поэтому на фондовом рынке появлялось все больше и больше фондов, цены росли, пузырь раздувался. Создавалось впечатление, что конца этому процессу не будет.

Но, разумеется, предел существует. Как указывал Роберт Шиллер, автор книги «Иррациональное изобилие»

(*Irrational exuberance*), пузырь, надуваемый вокруг любого актива, — это разновидность естественной «схемы Понци» (Ponzi), при применении которой люди продолжают зарабатывать деньги до тех пор, пока есть новые простофили, готовые включиться в игру. В конце концов количество простофилей, участвующих в этой схеме, заканчивается, и вся конструкция терпит крах. Если говорить о ценных бумагах, пик здесь пришелся на лето 2000-го. За следующие два года цены акций в среднем потеряли около 40% стоимости. Но вскоре после этого начал раздуваться следующий пузырь.

Появление пузыря недвижимости в какой-то степени объяснить даже труднее, чем пузырь на фондовом рынке, надувавшегося в предыдущее десятилетие. Да, очень эмоционально подходить к *Pets.com* и другим подобным ей компаниям было глупо, но истина заключалась в том, что вызывающая повышенные эмоции новая технологическая вселенная порождала желание заняться ее освоением. Добавьте сюда и тот факт, что макроэкономические показатели на самом деле улучшились: угроза stagflation ослабла, а деловой цикл, как все видели, проявлял себя умеренно, и поэтому появилась опора, позволяющая верить, что некоторые прежние правила больше не работают.

Что обосновывало возникновение пузыря на рынке недвижимости? Мы знаем, почему начали расти цены на недвижимость: процентные ставки в первые годы этого десятилетия были очень низкими, и из-за причин, суть которых я объясню ниже, покупка домов была привлекательным вариантом. Несомненно, это способствовало некоторому повышению цен.

Однако это никак не объясняет появившееся убеждение, что прежние правила больше не работают — дома остаются домами. Американцы уже давно привыкли покупать дома на заимствованные деньги, но трудно понять, почему примерно в 2003 году некоторые стали считать, что базовые принципы такого заимствования теперь аннулированы и больше не работают. На основе длительного опыта мы знали, что покупатели домов не должны прибегать к ипотеке, если они не могут позволить себе платежи по ней, и что им надо отложить достаточно денег, чтобы переждать в течение какого-то времени небольшое снижение цен на дома и в итоге получить положительный результат по сделке. Да, низкие процентные ставки изменили ипотечные платежи, связанные с конкретным количеством занятых денег, но и только: все остальное осталось прежним.

Но то, что на самом деле произошло, было полным отказом от применявшихся до этого традиционных принципов. В какой-то мере этому процессу способствовало поведение отдельных семей, которые видели, что цены на дома увеличиваются все больше и больше, и решили, что им также надо совершить сделку на этом рынке. При этом они не подумали, как будут расплачиваться. В значительной степени на ситуацию повлияло также и изменение приемов кредитования. Покупателям выдавались займы при небольшом или вообще нулевом первоначальном платеже, а месячные счета были существенно выше той суммы, которую люди могли позволить себе заплатить. По крайней мере, они оказались бы для них неподъемными, если бы не первоначальная очень низкая процентная ставка-наживка. Выдача многих, хотя и не всех, сомнитель-

ных кредитов проходила по категории субстандартных¹, но на самом деле это было массовым явлением, и поэтому покупателями домов были не только люди с низкими доходами и представители меньшинств, которые брали более высокие кредиты, чем могли себе позволить, — этот процесс охватил вообще все слои общества.

Почему кредиторы снизили свои стандарты? Во-первых, они решили, что цены на недвижимость будут расти постоянно. Пока они изменялись только в сторону увеличения, и, с точки зрения кредитора, было не важно, сумеет ли заемщик расплатиться с ним по своим долгам: если платежи окажутся слишком высоки, покупатель может взять заем под дом, чтобы получить еще денег, а если случится худшее — просто продать дом и заплатить по ипотеке. Во-вторых, кредиторы не сильно беспокоились по поводу качества своих кредитов еще и потому, что в конечном счете не они их предоставляли. Вместо этого они продавали их инвесторам, которые на самом деле не понимали, что именно покупают.

Секьюритизация² закладных под жилье, т. е. сбор крупных их пучков, а затем продажа инвесторам долей платежей, полученных от заемщиков, — вовсе не новая практика. Пионером здесь было *Fannie Mae* — спонсируемое

¹ Субстандартный кредит (subprime, англ.) выдается заемщикам с небезупречной кредитной историей и по ставке, на несколько пунктов превышающей основную. Так как первоначальная ставка процента в США была минимальной, людей устраивали даже ставки «с надбавкой», т. е. ставки по субстандартным кредитам. — *Примеч. науч. ред.*

² Трансформация неликвидных активов в ценные бумаги. В зависимости от категории активов выделяют различные виды секьюритизации. — *Примеч. науч. ред.*

правительством кредитное агентство, начавшее свою деятельность еще в 1930-е годы. Однако до возникновения крупного пузыря на рынке недвижимости секьюритизация в основном ограничивалась стандартными ипотечными кредитами — кредитами заемщиков, которые могли себе позволить крупные платежи и имели достаточный доход для выплат по ипотеке. Подобные заемщики также время от времени оказывались несостоятельными, если теряли работу или серьезно заболевали, но доля неплатежеспособности была низкой, а покупатели ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотек, хорошо знали, что они приобретают.

Финансовой инновацией, которая сделала возможной секьюритизацию субстандартных ипотечных кредитов, стала облигация, обеспеченная долговыми обязательствами (*Collateralized debt obligation, CDO, англ.*).

При продаже CDO предлагались доли платежей ипотечного пула, но далеко не все доли были сделаны равными. Наоборот, некоторые из них являлись «привилегированными», т. е. имели право первого притязания на платежи по закладным. Только после того как эти претензии удовлетворялись, оставшиеся деньги передавались владельцам долей следующего по старшинству уровня. Как и предполагалось, это сделало приобретение привилегированных долей гарантированным вложением капитала: даже если некоторые кредиторы по закладной окажутся неплатежеспособными, как это отрицательно повлияет на поток наличности для тех людей, которые владеют привилегиями? (Вполне вероятно, может повлиять, но в то время этого не понимали.) И поэтому рейтинговые агентства были готовы отнести CDO к категории «AAA», даже если базовые закладные были очень сомнительными. Это открыло путь к крупно-

масштабному финансированию субстандартного кредитования, поскольку существуют многие институциональные инвесторы, такие, например, как пенсионные фонды, которые ничего не покупают за исключением ценных бумаг категории «AAA», и готовы также приобрести активы с таким рейтингом, которые приносят существенно более высокие доходы, чем обыкновенные облигации.

По мере того как цены на жилье продолжали повышаться, все казалось отличным, и «схема Понци» продолжала раскручиваться. Встречались отдельные случаи неплатежеспособности, но ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек, приносили высокие доходы, и фонды продолжали активно действовать на рынке недвижимости. Некоторые экономисты предупреждали, что на этом рынке надувается крупный пузырь и что его взрыв создаст огромные риски для экономики в целом. Однако были и другие известные личности, к голосам которых внимательно прислушиваются, заявлявшие совершенно противоположное. В частности, Алан Гринспен утверждал, что любое крупное снижение стоимости недвижимости — «очень невероятное» событие. Это возможно, соглашался он, лишь на отдельных локальных рынках жилья, никакого общенационального пузыря не существует.

Однако он существовал, и в 2006 году начал сдуваться — сначала медленно, а затем со все возрастающей скоростью. К этому времени Гринспен больше не был председателем ФРС, на этой должности его сменил Бен Бернанке. Однако идеи Гринспена по-прежнему доминировали: ФРС (и администрация Буша) были уверены, что влияние взрыва пузыря можно сдержать и что Бернанке будет играть ту же роль «трезвого водителя», что и Гринспен.

Опыт, полученный после взрыва фондового пузыря, должен был стать предупреждением, что подобное доверие является ошибочным.

Когда пузыри лопаются

Историю развития событий в стране после того как лопнул фондовый пузырь 1990-х, обычно рассказывают так. Когда это произошло, экономика США вошла в рецессию. Однако Гринспен агрессивно снизил процентные ставки и быстро повернул развитие ситуации в противоположную сторону. Рецессия ослабла, большого спада ВВП не наблюдалось — он оказался коротким и закончился уже через восемь месяцев.

На самом деле история следующая. Официально рецессия действительно была короткой, но рынок рабочих мест ухудшался еще долго, это продолжалось и после того, как власти официально заявили, что рецессия закончилась. Вы можете видеть это на рис. 2 (с. 223): уровень безработицы в период рецессии заметно повысился (закрашенный участок), но в последующие месяцы все-таки продолжал расти. Период возросшей безработицы реально сохранялся в течение двух с половиной лет, а не восьми месяцев.

Возможно, вы спросите, почему в этом случае рецессия так скоро была объявлена закончившейся. Знаете ли, в Соединенных Штатах официально объявляемые даты начала и завершения рецессий определяются независимым Комитетом экономистов, взаимодействующих с *National Bureau of Economic Research*. Этот Комитет изучает самые разные индикаторы: уровень безработицы, объем промышленного производства, потребитель-

ские расходы ВВП. Если все эти индикаторы идут вниз, делается заявление о рецессии. Если некоторые из них поворачивают вспять, заявляют, что рецессия окончилась. К концу 2001 года объем промышленного производства и ВВП росли, хотя и медленно, что свидетельствовало о завершении рецессии — в официальном понимании этого явления. Но как мы уже видели, положение дел на рынке рабочих мест продолжало ухудшаться.

ФРС серьезно беспокоилась из-за слабости рынка труда и общей неповоротливости экономики, так как ситуация слишком напоминала положение дел в Японии в 1990-х. Позже Гринспен писал, что его беспокоила вероятность «разъедающей дефляции». Поэтому он продолжал снижать ставки и фактически довел процентную ставку по краткосрочным кредитам всего до 1%.

Когда денежно-кредитная политика в конце концов начала влиять на ситуацию, это влияние проходило через рынок жилья. Циники утверждали, что Гринспен добился успеха только благодаря тому, что заменил фондовый пузырь на ипотечный, и они были правы. Вопрос, который следовало бы задать каждому (хотя таких оказалось очень немногo) формулируется так: что произойдет, когда пузырь жилья лопнет? ФРС с большим трудом смогла вытащить экономику из застоя, в котором та оказалась после фондового пузыря, и ей удалось это сделать только благодаря невероятной удаче — в необходимое время появился следующий пузырь. Сможет ли ФРС снова совершить такой подвиг?

Последствия взрыва пузыря недвижимости оказались намного более тяжелыми, чем кто-либо мог представить. Почему? Потому что финансовая система очень сильно изменилась, но никто этого в полной мере не учитывал.

ТЕНЕВОЙ СЕКТОР БАНКОВСКИХ УСЛУГ

глава 8

Банки очень полезны, если они работают нормально, и обычно так и происходит. Но когда в их работе появляются серьезные сбои, все идет вкривь и вкось. Именно это мы и наблюдаем в Соединенных Штатах и во многих других частях мира на протяжении последнего года.

Но разве эпоха банковского кризиса не закончилась 70 лет назад? Разве деятельность банков не регулируется, вклады не страхуются и разве в этой сфере не создано множества механизмов, гарантирующих нормальную работу банков? На эти вопросы можно ответить так: и да, и нет. Да — в отношении традиционных банков, и нет — в отношении значительной части современной системы, де-факто функционирующей как банковская.

Чтобы понять сущность возникшей из-за этого проблемы, полезно кратко и хотя бы выборочно рассмотреть историю банковского дела и ее регулирования.

История банковского дела в упрощенном представлении

Считается, что своим происхождением современные банки обязаны золотых дел мастерам. В основном они изготавливали ювелирные изделия, но одновременно занимались и побочным, но прибыльным делом — хранили чужие монеты: у этих мастеров были хорошие сейфы, и они могли предоставить богатым людям более надежные места для хранения их денег, чем, например, ящик под кроватью. (Вспомните о Сайласе Марнере (Silas Marner))¹.

¹ Герой романа Джорджа Элиота «Сайлас Марнер» (под этим псевдонимом писала Мэри Энн Ивенс), в котором сын помещика Касса, беспутный кутила Дэнстан, украл многолетние сбережения деревенского ткача Сайласа Марнера. — *Примеч. пер.*

Через какое-то время золотых дел мастера выяснили, что могут заниматься хранением монет с более высокой прибылью, чем раньше, если пустят их в оборот и станут давать их займы нуждающимся под процент. Может быть, вы подумали, что такая практика вызвала у них трудности — вдруг все владельцы монет придут и потребуют назад свои деньги, отданные на хранение? Но ювелиры поняли, что в их деле действует закон средних чисел, и поэтому вряд ли в какой-то конкретный день к ним придут сразу все их вкладчики и потребуют назад все свои монеты — большинство этого не сделают. Поэтому они решили, что достаточно хранить в резерве лишь определенную долю положенных на хранение монет; а все остальные можно пустить в работу. Так вот и зародилось банковское дело.

Время от времени дела здесь идут особенно неудачно. Случаются ситуации, когда возникают различные слухи — как оправданные, так и ложные. Допустим, начинают говорить о том, что инвестиции конкретного банка оказались неудачными и что у него больше нет достаточных активов, чтобы расплатиться со своими вкладчиками. Такие слухи вызывают ажиотаж у вкладчиков и желание забрать свои деньги, пока они еще в банке есть, т. е. начинается процесс, который мы называем «набегом» на банк. Очень часто такой «набег» ломает банк, даже если слухи оказываются ложными: для того чтобы быстро получить наличные, банку приходится продавать свои активы по бросовым ценам, и, конечно, эти цены не могут обеспечить достаточных средств, чтобы расплатиться со всеми вкладчиками. С тех пор как оказалось, что «набеги», даже основанные на ложных слухах, могут сломать и здоровые учреждения, они часто становятся самосбы-

вающимися пророчествами (self-fulfilling prophecies, англ.). Банк может рухнуть не из-за того, что возник слух о том, что его инвестиции оказались неудовлетворительными, а только из-за того, что пошли разговоры, что он пострадает от «набега».

Такой слух может, скажем, вызвать известие, что из-за «набегов» уже пострадали другие банки. Из истории финансовой системы США известно, что и до Великой депрессии в стране регулярно случались паники: в 1873, 1907 году и т. д. По большей части это были серии заразных «набегов» на банки, когда коллапс каждого банка подрывал доверие к деятельности других аналогичных учреждений, после чего финансовые институты начинали падать, как ряд костяшек домино, поставленных на попа.

Кстати, любое сходство между этим описанием паник, случавшихся до Великой депрессии, и финансовой инфекцией, прокатившейся по Азии в конце 1990-х, вовсе не является случайным. У всех финансовых кризисов обычно есть одно «семейное» сходство, благодаря которому они похожи друг на друга.

Проблема банковских паник привела к поиску решений, которые позволили бы их не допускать. В период между гражданской и Первой мировой войнами в Соединенных Штатах не существовало центрального банка: Федеральная резервная система была создана в 1913 году, однако на самом деле это была система «национальных банков», деятельность которых регулировалась очень умеренно. Правда, в некоторых регионах банкиры сами объединяли свои ресурсы и создавали местные расчетные палаты, помогающие им совместно гарантировать обязательства членов этого объединения

в случае возникновения паники, а в некоторых штатах власти начали устанавливать гарантию депозитов по вкладам в банки, действующие на территории их региона.

Однако паника 1907 года показала недостатки этой системы (и была настолько похожим прототипом нашего нынешнего кризиса, что становится даже страшно). Тот кризис начался в нью-йоркских учреждениях, известных как трасты — организации банковского типа, принимавшие депозиты, хотя первоначально они предназначались только для управления наследствами и состояниями богатых клиентов. Поскольку эти организации занимались, как предполагалось, исключительно видами деятельности с низким риском, они мало регулировались и к ним предъявлялись более низкие требования по резервам и наличности, чем к национальным банкам. Однако когда в первой декаде XX века экономика находилась в состоянии бума, трасты начали спекулировать на рынке недвижимости и фондовом рынке, т. е. там, где национальным банкам действовать было запрещено. Поскольку трасты регулировались в меньших объемах, чем национальные банки, они могли обеспечивать для своих вкладчиков более высокую доходность. В те же годы деятельность трастов отрицательно сказалась на репутации национальных банков как серьезных организаций, поскольку вкладчики начали считать трасты такими же безопасными институтами, как банки. В результате количество этих организаций быстро росло: к 1907 году общая стоимость активов, имевшихся в трастах Нью-Йорка, была такой же, как у всех национальных банков вместе взятых. В то же время трасты отклонили предложение стать членами *New York Clearinghouse*

(NYCHA)¹, которая выступала в качестве гаранта для своих членов. Их отказ объяснялся тем, что в случае вступления в консорциум им нужно было иметь более высокие резервы наличных, а это привело бы к снижению прибыли.

Паника 1907 года началась с прекращения деятельности *Knickerbocker Trust* — крупнейшего нью-йоркского траста, который потерпел крах из-за финансирования неуспешных и крупномасштабных спекуляций на фондовом рынке. Очень скоро после этого и другие нью-йоркские трасты попали под сильнейшее давление: их напуганные вкладчики выстраивались в длинные очереди, чтобы забрать свои деньги. *New York Clearinghouse* отказалась от вмешательства и не предоставила трастам кредит, после чего даже самые здоровые из них подверглись серьезной атаке. В течение двух дней десятков крупных трастов прекратил деятельность. Сделки на рынке кредитов приостановились, а цены на фондовом рынке очень существенно упали, так как трейдеры ценных бумаг не смогли получить кредит, чтобы финансировать свои сделки. В целом доверие к бизнесу очень быстро снижалось.

К счастью, в эту ситуацию быстро вмешался самый богатый человек Нью-Йорка — банкир по фамилии Морган (J.P. Morgan) — и остановил панику. Понимая, что кризис распространяется и вскоре захлестнет и здоровые институты, в равной степени и трасты и банки, он привлек

¹ Нью-Йоркская ассоциация клиринговых палат, одна из крупнейших в США. Создана в 1853 году, сейчас управляет системой межбанковских электронных клиринговых платежей. — Примеч. науч. ред.

других банкиров, богатых людей, вроде Джона Рокфеллера (John D. Rockefeller) и секретаря Казначейства США (министра финансов), чтобы выделить банкам и трастам резервы, с помощью которых можно было бы остановить лавину изъятий активов. После того как люди узнали, что они могут забрать свои деньги, паника прекратилась. Хотя ажиотаж продолжался менее недели, он вкупе с коллапсом на фондовом рынке серьезно подорвал экономику. Последовала четырехлетняя рецессия, объем производства снизился на 11%, а безработица повысилась с 3 до 8%.

Хотя катастрофы в последний момент удалось избежать, рассчитывать что Морган будет спасать мир и дальше, вряд ли было правильно даже в «позолоченном веке»¹. Поэтому после паники 1907 года была проведена банковская реформа. В 1913-м прежнюю национальную банковскую систему упразднили, и на свет появилась Федеральная резервная система, предназначенная для того, чтобы обязать все институты, принимающие вклады, иметь адекватные резервы и представлять регулирующим органам свои учетные документы для проверок. Хотя новый режим стандартизировал суммы банковских резервов и определил централизованное место их хранения, он не устранил угрозу «набегов» на банки, что и подтверждают дальнейшие события: большинство масштабных банковских кризисов в истории произошло в начале 1930-х. Когда экономика замедлялась, цены на товары резко падали, что серьезно ударяло по американским фермерам, имевшим задолженности. В 1930-м,

¹ Саркастическое название периода с конца гражданской войны до примерно 1880 года, название одноименного романа М. Твена и Ч. Уорнера. — *Примеч. пер.*

1931-м и 1933 годах это вызывало серию их отказов платить по долгам, но все случаи неплатежеспособности начинались с «набегов» на банки Среднего Запада, а затем распространялись по всей стране. Историки, изучающие экономику, в большей или меньшей степени согласны, что именно банковский кризис стал тем механизмом, который трансформировал просто опасную рецессию в Великую депрессию.

Ответом на это стало создание системы, предусматривающей использование гораздо большего числа защитных элементов. По закону Гласса–Стиголла (Glass–Steagall Act, *англ.*), банки были разделены на два вида: коммерческие, которые принимали вклады, и инвестиционные, не занимавшиеся этой деятельностью. Для коммерческих банков были установлены ограничения по степени риска, на который они могли пойти, за это им предоставлялась возможность оперативно получить кредит у ФРС (так называемое дисконтное окно) и, что, вероятно, самое важное, вклады в них были гарантированы деньгами налогоплательщиков. Деятельность инвестиционных банков регулировалась намного меньше, но такой подход расценивался как приемлемый — считалось, что поскольку эти институты не занимаются депозитарными операциями, они не являются субъектами, на которые может быть совершен «Набег».

Новая система защищала экономику от финансовых кризисов почти 70 лет, но затем дела пошли хуже, особенно в 1980-х, когда комбинация неудачного стечения обстоятельств и неправильной политики привела к краху многих ссудно-сберегательных ассоциаций — особых разновидностей банка, которые стали доминирующими

участниками на рынках кредитов и недвижимости. Поскольку вклады в эти ассоциации были гарантированы на федеральном уровне, расплачиваться по их счетам, общий размер которых превысил 5% ВВП (что в нынешних деньгах эквивалентно сумме более 700 млрд долларов), пришлось налогоплательщикам. Крах ссудно-сберегательных ассоциаций привел к временному кредитному сжатию, что стало одной из основных причин рецессии 1990–1991 годов, показанной на рис. 2 (с. 223). Но та проблема была быстро устранена. Эпоха банковских кризисов, как нас уверяли, закончилась.

Однако это было не так.

Теневая банковская система

Что такое банк?

Может быть, этот вопрос кому-то покажется глупым. Мы все знаем, как выглядит банк — это большое здание из мрамора. Ну ладно, в наши дни это может быть простое помещение в торговом центре, где кассиры принимают и выдают наличные и где в окошке мы видим надпись «FDIC insured» («Застраховано Федеральной корпорацией страхования банковских вкладов»).

Однако, с точки зрения экономиста, сущность банков определяется не тем, как они выглядят, а тем, что они делают. С дней золотых дел мастеров, решивших заняться предпринимательством, до нашего времени основная характеристика банковской деятельности заключается в том, что институты обещают быстрый доступ к деньгам тем, кто положил их в эти организации, даже если большая часть этих денег инвестирована в активы, которые нельзя

оперативно перевести в наличные. Любые учреждения, предоставляющие такую услугу, по сути являются банком, и не важно, располагаются они в крупном здании из мрамора или нет.

Рассмотрим, например, схему, известную как ценные бумаги с аукционной ставкой, придуманную *Lehman Brothers* в 1984 году и ставшую предпочтительным источником финансирования для многих организаций и учреждений, начиная от руководителей портов Нью-Йорка и Нью-Джерси до музея *Metropolitan Museum of Art* в Нью-Йорке. Эта схема работала следующим образом: люди кредитовали средства институту-заемщику на длительное время — по принятым правилам деньги могли быть связаны на срок до 30 лет. Однако через определенные интервалы, и достаточно часто, иногда несколько раз в неделю, учреждение проводило небольшой аукцион, в ходе которого потенциальные новые инвесторы подавали заявку на право заменить тех, кто хотел выйти из схемы. Процентная ставка, определяемая в процессе торгов, применялась ко всем средствам, инвестируемым в ценные бумаги этого института до проведения следующего аукциона, после чего процесс повторялся снова. Если претендентов было недостаточно и аукцион не проводился, чтобы позволить тем, кто это хочет сделать, выйти из схемы, процентная ставка повышалась до уровня штрафной, скажем 15%, хотя считалось, что до ее введения на практике дело никогда не дойдет. Идея ценных бумаг с аукционной ставкой заключалась в том, что она позволяла состыковывать желание заемщиков получать средства на длительный срок и желание кредиторов иметь оперативный доступ к своим деньгам.

Но ведь это именно то, чем занимается банк.

К тому же складывалось впечатление, что схема с ценными бумагами с аукционной ставкой предлагала каждому более выгодную сделку, чем в обычных банках. Инвесторы, участвовавшие в этой схеме, получали более высокие процентные ставки, чем те, которые они имели бы по банковским депозитам, а эмитенты этих ценных бумаг могли предлагать более низкие ставки, чем при получении ими средств по долгосрочным банковским кредитам. Однако бесплатных завтраков не существует, утверждал Милтон Фридман. Хотя, казалось, ценные бумаги с аукционной ставкой предлагают именно такой вариант. Как они этого добились?

Ответ здесь кажется очевидным, по крайней мере, в ретроспективе. Деятельность банков очень существенно регулируется, от них требуют иметь ликвидные резервы, поддерживать достаточный объем капитала и вносить платежи в систему страхования депозитов. Увеличивая средства через ценные бумаги с аукционной ставкой, заемщики могут обойти эти регулирующие положения и связанные с ними расходы. Это означает, что эти ценные бумаги не защищены сеткой безопасности, имеющейся у банков.

Поэтому случившийся в начале 2008 года коллапс системы, созданной на основе ценных бумаг с аукционной ставкой, которая в пик своего применения вышла на уровень 400 млрд долларов, был почти неизбежен. Аукционы один за другим отменялись, поскольку слишком мало новых инвесторов были готовы сменить прежних, желавших забрать свои деньги. Люди, считавшие, что могут оперативно получить доступ к своим деньгам, неожиданно обнаружили, что вместо этого их средства связаны

в долгосрочных, на десятилетия, инвестициях, и поэтому они не могут их быстро забрать. А поскольку неудача с проведением одного аукциона приводила к неудаче со следующим, опасность подобных слишком заумных инвестиционных схем стала очевидна: кто в этих условиях захочет вкладывать деньги в такую систему?

То, что случилось с ценными бумагами с аукционной ставкой, по сути было тем же, что и «набег» на банк, хотя и называлось иначе.

Параллель с паникой 1907 года здесь совершенно понятна. В первые годы XX века складывалось впечатление, что трасты, по природе своей деятельности похожие на банки, предлагали более выгодные, чем банки, возможности для сделок. Это объяснялось тем, что они могли действовать за пределами регулирующей системы, и поэтому масштабы их операций быстро росли. Но все это продолжалось только до того момента, как эти организации в конце концов стали эпицентром финансового кризиса. Спустя столетие произошло то же самое.

В наши дни совокупность институтов и схем, которые работают как банки, но формально ими не являются, обычно рассматривают либо как параллельную, либо как теневую банковскую систему. Я думаю, что второй термин точнее описывает ситуацию и является более образным. Обычные банки, принимающие депозиты и являющиеся частью Федеральной резервной системы, действуют более или менее на виду, их учетные документы открыты для проверок, а представители регулирующего органа постоянно наблюдают за их работой, находясь у них за спиной. А вот операции недепозитарных институтов, фактически являющихся банками,

наоборот, гораздо более закрыты. До того как разразился кризис, лишь немногие, по-моему, осознавали, насколько на самом деле важной стала теневая банковская система.

В июне 2008 года Тимоти Гейтнер (Timothy Geithner), президент *New York Federal Reserve Bank*, выступил с речью в Экономическом клубе Нью-Йорка (*Economic Club of New York*) и попытался объяснить, к какому финансовому краху может привести в конечном счете взрыв пузыря недвижимости. (Гейтнер не знал этого в полной мере, так как худшее еще было впереди.)

Хотя его речь была, конечно, написана в стиле, характерном для глав центральных банков, и изобиловала множеством специфических профессиональных выражений, все равно создавалось впечатление, что он шокирован тем, что система вышла из-под контроля: «Структура финансовой системы за период бума существенно изменилась, т. е. произошло резкое увеличение долей активов, операции с которыми осуществлялись вне традиционной банковской системы. Эта небанковская финансовая система стала очень крупным участником, особенно на рынках краткосрочного капитала и фондирования (переоформления краткосрочной задолженности в долгосрочную). В начале 2007 года обеспеченные активами коммерческие бумаги, проведенные кондуитом¹ в структурированных инвестиционных схемах в виде привилегированных ценных бумаг с аукционной ставкой, обли-

¹ Кондуит (от фр. *conduite* — поведение, журнал поведения) — необнародованные связи с банком или трастом при распространении «горячих» выпусков ценных бумаг на бирже. — *Примеч. науч. ред.*

гаций тендерного выбора¹ и предъявительских векселей с плавающей ставкой процента, в совокупности стоили приблизительно 2,2 трлн долларов. Активы, финансируемые в однодневных сделках РЕПО с участием третьей стороны², выросли до 2,5 трлн долларов. Активы, имеющиеся у хеджевых фондов, увеличились приблизительно до 1,8 трлн. Общие показатели в балансовых отчетах на то время у пяти крупнейших инвестиционных банков составили 4 млрд.

Для сравнения, общие активы первых пяти банковских холдинговых компаний в Соединенных Штатах на тот момент чуть превышали 6 трлн долларов, а общие активы всей банковской системы были выше 10 трлн».

Гейтнер в тот раз рассмотрел весь спектр финансовых схем, а не только ценные бумаги с аукционной ставкой, входящие в состав небанковской финансовой системы, т. е. и те составляющие, которые, с точки зрения регуляторов, не были банками, но тем не менее осуществляли

¹ Разновидность муниципальной облигации (tender option bond, *англ.*). Выпускается местными органами власти с целью финансирования определенных инвестиционных проектов или текущих расходов, обеспечивается активами в виде муниципальной собственности. Важно, что доход от муниципальных облигаций освобожден от государственного и местного налогов. — *Примеч. науч. ред.*

² Соглашение, по которому продавец обязуется до следующего рабочего дня выкупить у покупателя проданные ему ценные бумаги по установленной цене (overnight in triparty REPO, *англ.*). Иначе: соглашение РЕПО может рассматриваться как краткосрочный заем под залог ценных бумаг, чаще всего краткосрочных долговых бумаг денежного рынка. — *Примеч. науч. ред.*

банковские функции. После этого он указал, насколько уязвимой является новая система: «Масштабы использования долгосрочных рискованных и относительно неликвидных активов, финансируемых с помощью очень краткосрочных обязательств, делают многие из механизмов и институтов этой параллельной финансовой системы уязвимыми для классического “набега”. Но без защиты, такой как страхование депозитов, имеющейся у банковской системы, снижение рисков становится невозможной».

Действительно, некоторые из секторов, которые описал Гейтнер, в настоящее время уже потерпели крах: сделки с ценными бумагами с аукционной ставкой перестали осуществляться, о чем уже рассказывалось выше. Объемы сделок с коммерческими бумагами, обеспеченными активами (краткосрочными обязательствами, которые выпускают фонды, инвестирующие деньги в долгосрочные активы, в том числе ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек), резко сократились. Два из пяти крупнейших инвестиционных банков перестали функционировать, а еще один слился с обычным банком, и т. д. Добавьте к этому и тот факт, что Гейтнер не упомянул еще о нескольких важных моментах, имеющих отношение к уязвимости: правительству фактически пришлось национализировать AIG, крупнейшую в мире страховую компанию, и carry trade — международную финансовую схему, с помощью которой средства из Японии и других стран с низкими процентными ставками переводятся в инвестиции с более высокой доходностью в других регионах мира и которая «взорвалась» в тот момент, когда это издание книги было готово для отправки в печать.

Но давайте пока отложим обсуждение кризиса до следующей главы, а вместо этого займемся другим вопросом, связанным с нарастанием кризиса: почему системе позволили стать такой уязвимой?

Преступная халатность

Финансовый кризис неизбежно приводит к охоте на ведьм.

Некоторые обвинения являются полностью ошибочными, в том числе и популярное у представителей правых мнение, что все наши проблемы вызваны законом «О коммунальных (местных) реинвестициях»¹, который, возможно, вынудил банки выдавать кредиты представителям местных общин и таким образом спровоцировал массовое невыполнение обязательств по ипотеке. На самом деле этот закон был принят в 1977 году, из-за чего вряд ли понятно, как можно обвинять его в кризисе, который случился лишь спустя три десятилетия. В любом случае этот закон применим только к депозитарным банкам, на которые в период пузыря недвижимости пришлось лишь незначительная доля плохих займов.

В других обвинениях есть зерно правды, но заблуждений там скорее больше. Консерваторы особенно любят обвинять в появлении пузыря недвижимости и хрупкости финансовой системы *Fannie Mae* и *Freddie Mac*, кредитные организации, спонсируемые властями, которые первыми

¹ Данный закон (Community Reinvestment Act, *англ.*) требует, чтобы банки удовлетворяли кредитные потребности местности, в которой они принимают депозиты, в том числе — потребности близлежащих отсталых и бедных районов. — *Примеч. науч. ред.*

предложили секьюритизацию¹. Доля истины в претензиях к *Fannie* и *Freddie* действительно есть — с 1990-го по 2003 год масштабы их деятельности многократно возросли, в основном потому, что они заполнили дыру, оставшуюся после коллапса многих ссудно-сберегательных ассоциаций. Часть их кредитов на самом деле была сомнительной, к тому же в этих организациях произошли скандалы, вызванные выявлением случаев мошенничества с бухгалтерией. Но повышенное внимание к *Fannie* и *Freddie* в результате этих скандалов пошло им на пользу: в основном удержало их от активного участия в надувании пузыря недвижимости, особенно в самый лихорадочный

¹ В последнее время под термином «секьюритизация» в узком смысле стали понимать инновационную форму финансирования. Понятие «секьюритизация активов» (Asset Securitisation, *англ.*) обозначает новую технику привлечения средств, которая получила широкое признание сначала в США, а потом и в Европе. Речь идет о механизме, при котором финансовые активы списываются с баланса предприятия, отделяются от остального имущества и передаются специально созданному финансовому посреднику (Special Purpose Vehicle, SPV, *англ.*), а затем рефинансируются на денежном рынке или рынке капитала. Рефинансирование осуществляется либо посредством выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами (Asset-Backed Securities, ABS, *англ.*), либо путем получения синдицированного кредита (Asset-Backed Loan, *англ.*). В США объем обращающихся на рынке ABS уже давно перевалил за 3 трлн долларов. В Старом Свете рынок пока не достиг таких огромных размеров и во многих странах (Швеция, Дания, Ирландия, Бельгия) еще носит эпизодический характер, компании этих стран редко прибегают к данной технике. В первую очередь секьюритизация может быть интересна коммерческим банкам, имеющим значительные портфели однородных кредитов, а также лизинговым компаниям, фондам недвижимости и девелоперам. — *Примеч. науч. ред.*

период, т. е. с 2004 по 2006 год. Из-за этого эти агентства сыграли лишь второстепенную роль в эпидемии плохих кредитов.

Если говорить о заявлениях с левой стороны, то здесь популярны обвинения, что кризис — это результат дерегулирования, прежде всего отмены в 1999 году закона Гласса–Стигалла, что позволило коммерческим банкам включиться в бизнес инвестиционных банков и тем самым действовать в условиях намного более высоких рисков. При ретроспективном анализе можно сделать вывод, что этот шаг был сделан, несомненно, в неправильном направлении и, скорее всего, внес свой, не очень крупный, вклад в развитие кризиса, так как некоторые из рискованных финансовых структур, созданных в годы бума, были результатом «внебалансовых» операций коммерческих банков. Однако кризис по большей части не связан с проблемами, вызванными дерегулированием деятельности институтов, которые брали на себя новые риски. В ходе него в большей степени сказались риски институтов, деятельность которых никогда серьезно не регулировалась.

И это, как я считаю, является сутью того, что случилось. Когда теневая банковская система выросла настолько, что сравнялась и даже обогнала по своей важности традиционную, политикам и правительственным чиновникам надо было понять, что мы заново создали разновидность финансовой уязвимости, вроде той, которая сделала возможным появление Великой депрессии, и им следовало бы отреагировать на это более масштабным регулированием и созданием финансовой сетки безопасности, охватывающей и новые институты. Влиятельные люди страны

должны были заявить о введении простого правила: все организации, которые делают то, что делают банки, т. е. те, кого в периоды кризисов надо спасать так же, как банки, должны и регулироваться, как банки.

Кризис *Long Term Capital Management*, описанный в главе 6, должен был стать поучительным уроком и предупреждением об опасностях, которые может вызвать теневая банковская система. Несомненно, многие люди уже тогда понимали, насколько близко эта система подошла к коллапсу.

Однако это предупреждение было проигнорировано, и никаких шагов по усилению и расширению регулирования сделано не было. Наоборот, в духе времени и идеологии, характерной для администрации Джорджа Буша, осуществлялось глубокое антирегулирование. Символом этого отношения можно считать одну фотографию, появившуюся в 2003 году, на которой представители различных агентств, участвовавших в надзоре над банковской деятельностью, использовали садовые ножницы и цепные пилы, чтобы на примере показать, как они устраняют «узы» регулирования. Более того, администрация Буша использовала возможности федеральной власти, в том числе и нечетко прописанные полномочия Управления контролера денежного обращения (*Office of the Comptroller of the Currency*), чтобы блокировать усилия властей отдельных штатов, когда те в своем регионе пытались осуществлять какой-то надзор над субстандартным кредитованием.

Одновременно те люди, которым следовало бы беспокоиться о хрупкости системы, вместо этого активно хвалили «финансовые инновации». «Не только отдельные финансовые институты стали менее уязвимы к шокам,

возникающим из-за действия базовых факторов риска, — заявил в 2004 году Алан Гринспен, — но и финансовая система в целом стала более устойчивой».

Итак, растущие риски кризиса финансовой системы и экономики в целом были проигнорированы или вообще отвергнуты. А после этого наступил кризис.

ВСЕ СТРАХИ СРАЗУ

глава 9

19 июля 2007 года индекс *Dow Jones Industrial Average* впервые превысил планку в 14 тысяч. Через две недели Белый дом выпустил таблицу данных, в которой хвастался экономическими показателями, достигнутыми благодаря умелой деятельности администрации Буша: «Целенаправленная политика президента, направленная на рост, помогает сохранять нашу экономику сильной, гибкой и динамичной», — говорилось в этом документе. А как насчет проблем на рынке недвижимости и трудностей со субстандартной ипотекой, уже ставших к этому времени очевидными? Здесь все «в основном под контролем», заявил министр финансов Генри Полсон (Henry Paulson) 1 августа 2008 года, выступая в Пекине.

9 августа французский банк *BNP Paribas* приостановил выдачу денег из трех своих фондов. Эту дату теперь считают началом первого великого финансового кризиса XXI века.

Конечно, мне хотелось бы сказать, что этот кризис не похож ни на один из тех, что мы видели до этого. Но лучше сформулировать происходящее точнее: он напоминает все, что мы видели до этого, но на этот раз все сразу — взрыв пузыря недвижимости, сопоставимый с тем, что случился в Японии в конце 1980-х, волну «набегов» на банки, похожих на те, которые происходили в начале 1930-х (хотя в основном это сейчас касается теневой банковской системы, а не традиционных банков), ловушку ликвидности в Соединенных Штатах, что опять же напоминает положение дел в Японии, и наконец, самое последнее по времени нарушение международных потоков капитала и волну валютных кризисов, очень сильно похожих на развитие событий в Азии в конце 1990-х.

Но давайте обо все по порядку.

Взрыв пузыря недвижимости и его последствия

Великий бум на рынке недвижимости США начал ослабевать осенью 2005 года, но потребовалось какое-то время, чтобы большинство людей это заметили. Когда цены выросли до уровня, при котором покупка дома стала недоступна даже без первоначального платежа и при кредитах по сверхпривлекательной ставке, объем продаж начал замедляться. При этом, как я писал в свое время, послышался шипящий звук воздуха, выходящего из пузыря.

Однако в течение какого-то времени цены на недвижимость продолжали расти. Этого следовало ожидать. Дома не похожи на ценные бумаги, где отдельная рыночная цена меняется каждую минуту. Каждый дом уникален, и к тому же продавцы какое-то время готовы подождать, прежде чем найдут покупателя, согласного с их ценой. Из-за этого цены обычно основываются на том, сколько стоили недавно проданные похожие дома: продавцы не торопятся снижать цены до тех пор, пока для них не станет очевидно, что они не смогут получить предложение о покупке по полной цене. В 2005 году, после продолжительного периода, в течение которого цены на недвижимость ежегодно резко возрастали, продавцы ожидали, что повышающийся тренд сохранится и дальше, и поэтому запрашиваемые цены какое-то время фактически продолжали увеличиваться и после того, как объем продаж уже сократился.

Но в конце весны 2006 года слабость этого рынка стала очевидной всем. Цены на недвижимость начали

снижаться, вначале медленно, а затем с увеличивающейся скоростью. Ко второму кварталу 2007 года, если руководствоваться широко применяемым индексом цен на дома *Case-Shiller*, цены были лишь на 3% ниже их пикового значения за год до этого. А уже через год они упали более чем на 15%. Ценовое снижение было, конечно, намного больше в регионах, например на побережье Флориды, где пузыри недвижимости были крупнее, чем в других местах.

Даже постепенное первоначальное снижение цен на дома нарушило допущения, на которых строилось обоснование бума субстандартного кредитования. Вспомните — главный аргумент в пользу такого кредитования заключался в убеждении, что с точки зрения кредитора не важно, сможет ли заемщик на самом деле выплатить свои ипотечные долги. Если цены на дома продолжали расти, то заемщики, оказавшиеся в затруднительном положении, всегда могли либо прибегнуть к рефинансированию, либо погасить свои долги по ипотеке, продав дом. Но как только стоимость домов начала падать и их стало трудно продать, коэффициенты неплатежеспособности пошли вверх. В этот момент сделалась очевидной еще одна очень неприятная истина: лишение права выкупа закладной — не только трагедия для домовладельцев, но и очень плохая сделка для кредиторов. За время, которое требуется для того, чтобы выставить заложенный дом на рынок и продать его, дают о себе знать ряд негативных факторов: юридические издержки, ухудшение состояния пустых домов, если в них никто не живет, и т. д. Из-за этого кредиторы получают от заемщика дом, стоимость которого составляет лишь часть, примерно половину, первоначальной величины кредита.

У вас может возникнуть вполне понятный вопрос: почему в этом случае не заключить сделку с нынешним домовладельцем, снизить ему размер платежа и избежать издержек, связанных с лишением права выкупа закладной? Здесь есть свои «но» — в частности, этот вариант также требует расходов и выделения персонала, который будет заниматься подобными операциями. К тому же субстандартные кредиты чаще всего выдавали не банки, которые отслеживают «свои» займы — их предоставляли так называемые компании-оригинаторы займов (*loan originators*, *англ.*), которые быстро продавали полученные займы финансовым институтам, а те в свою очередь «нарезали на куски» полученные пулы закладных, «украшали» эти куски и продавали их инвесторам в виде облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами (CDO). Фактическое управление займами было уставлено на усмотрение сервисеров займов (*loan servicers*, *англ.*), у которых по большей части либо не было ресурсов для реструктуризации выплат, либо стимула этим заниматься. К тому же сложность поддержки финансовой схемы субстандартного кредитования, при котором право собственности на закладные было широко распределено среди многих инвесторов, имеющих разные по важности претензии, создавало огромные правовые препятствия, затрудняющие процесс прощения долгов.

Поэтому реструктуризация в основном не проводилась, что вело к дорогостоящим лишениям права выкупа закладной. Из-за этого ценные бумаги, поддерживаемые субстандартными закладными, оказались очень плохими инвестициями. Это выяснилось сразу же, как только бум недвижимости начал ослабевать.

Первый момент истины проявился в начале 2007 года, как только трудность со субстандартными займами впервые стала очевидной. Вспомните, что у облигаций, обеспеченных долговыми обязательствами, имеется рейтинг старшинства долей: владельцы привилегированных долей, которые рейтинговые агентства относят к категории «ААА», имеют право первыми получить платежи, после них это право получают те, у кого следующие по важности доли, а те, у кого доли с самым низким рейтингом, получают плату только после выплат, причитающихся всем владельцам долей с более высокими рейтингами. Примерно в феврале 2007-го стало понятно, что владельцы долей с самым низким рейтингом, скорее всего, понесут большие убытки, из-за чего цены этих долей резко упали. Это почти остановило весь процесс субстандартного кредитования, так как никто больше не хотел покупать доли с низким уровнем старшинства. Из-за этого переупаковывать и продавать субстандартные займы стало невозможно, и поэтому этот вариант финансирования стал невозможен. Это в свою очередь усилило (из-за прекращения функционирования такого важного источника спроса на жилье) сокращение числа сделок на рынке недвижимости.

Тем не менее в течение еще длительного времени инвесторы верили, что привилегированные доли в CDO хорошо защищены. Еще в октябре 2007 года доли категории «ААА» в ипотечных пулах со субстандартной поддержкой продавались близко к их номинальной стоимости. Однако в конце концов стало ясно, что ни один инструмент, имеющий отношение к сделкам с недвижимостью, не является безопасным: ни привилегированные доли, ни даже займы, предоставленные заемщикам с хорошим

кредитным рейтингом, которые внесли крупные первоначальные платежи.

Почему? Из-за самих масштабов пузыря недвижимости. В общенациональных масштабах к лету 2006 года все жилье, скорее всего, было переоценено более чем на 50%, что означало, что при устранении этого завышения цены должны упасть на треть. В некоторых пригородах переоценка оказалась еще выше. Так, в Майами стоимость домов была, по-видимому, вдвое выше той, которую можно было реально обосновать, поэтому в некоторых регионах следовало ожидать снижения цен более чем на 50%.

Из этого следовало, что практически любой человек, купивший дом в годы максимального раздувания пузыря, даже если он внес первоначальный взнос, равный 20%, в итоге получит отрицательный собственный капитал, т. е. окажется в положении, когда ипотека стоит дороже дома. На тот момент, когда эта книга была готова к изданию, приблизительно у 12 млн американских домовладельцев стоимость их жилья была отрицательной. Домовладельцы с отрицательной стоимостью — первые кандидаты на невыполнение обязательств и лишение права выкупа закладной, независимо от их общего состояния. Вероятно, некоторые из них могут спокойно выбрать вариант отхода в сторону, т. е. перестать платить по своим ипотечным обязательствам, решив, что финансово они окажутся в лучшем положении, даже если потеряют дом. Пока не ясно, насколько на самом деле серьезным является феномен такого добровольного отхода в сторону. Но ведь есть множество других ситуаций, при которых человек просто лишается возможности выполнять свои обязательства. Потеря работы, неожиданные большие расходы

на лечение, развод — все это может привести к тому, что домовладелец окажется не способен дальше оплачивать свои ипотечные взносы. А если дом стоит меньше ипотеки, кредитор вряд ли сможет получить всю выданную сумму.

Как только на рынке недвижимости начали проявляться трудности, стало ясно, что кредиторы потеряют очень много денег, и то же самое случится с инвесторами, купившими ценные бумаги, обеспеченные пулом ипотек. Но почему нам следует сокрушаться из-за положения этих людей, а не из-за самих домовладельцев? В конечном счете взрыв ипотечного пузыря, когда будут подсчитаны все убытки, уничтожит богатство примерно на 8 трлн долларов. Из них приблизительно 7 трлн — это убытки домовладельцев и лишь около триллиона — убытки инвесторов. Почему же нас так сильно беспокоит именно этот триллион?

Ответ здесь таков — потому что именно он вызвал коллапс теневой банковской системы.

Кризис небанковской системы банковских услуг

Как мы уже видели, серьезные финансовые судороги появились уже в первой половине 2007 года, но до начала августа официальная точка зрения на эти события была следующей: проблемы, вызванные резким замедлением на рынке недвижимости и трудностями со субстандартными займами, находятся под контролем. Сильный фондовый рынок позволял предположить, что рынки согласны с мнением властей. Затем, если называть вещи своими

именами, здесь все пошло так, что черт ногу сломит. Что же произошло?

В главе 8 я привел слова Тимоти Гейтнера, президента *New York Federal Reserve Bank*, о рисках, возникших из-за усиления теневой банковской системы: «Масштабы использования долгосрочных рискованных и относительно неликвидных активов, финансируемых с помощью очень краткосрочных обязательств, делают многие из механизмов и институтов этой параллельной финансовой системы уязвимыми для классического “набега”. Но без защиты, такой как страхование депозитов, имеющейся у банковской системы, снижение рисков становится невозможным». В той же самой речи, с которой Гейтнер выступил в июне 2008 года, он описал, используя на удивление живой для руководителя центрального банка язык, как на самом деле произошел этот «набег». Он начал с убытков, связанных со схемой субстандартных займов, которые подорвали доверие к теневой банковской системе, что в свою очередь запустило в действие порочный цикл делеверизации: «После того как инвесторы, вложившие средства в эти финансовые схемы, в том числе многие консервативно управляемые фонды краткосрочных инвестиций, забрали свои деньги с этого рынка или угрожали это сделать, система стала уязвима к самоусиливающемуся циклу вынужденной ликвидации активов, что еще больше повысило волатильность и снизило цены на активы множества классов. В ответ были увеличены размеры гарантийных требований и полностью прекращено финансирование некоторых клиентов, что дополнительно усилило делеверизацию. С продолжением продаж активов на ослабших рынках «подушка» капитала становилась все более тонкой. Сила этого динамичного процесса возрастала и из-за низ-

кого качества активов, что было особенно характерно для активов, имеющих отношение к ипотеке. Весь этот процесс охватил систему в целом. Это объяснение помогает понять, как относительно небольшое количество рискованных активов смогло подорвать доверие инвесторов и других участников рынка к гораздо более широкому диапазону активов и рынков».

Обратите внимание: Гейтнер специально подчеркивает, что снижение стоимостей активов отрицательно сказалось на балансовых счетах, из-за чего их продажи стали способствовать самоусиливающемуся процессу. Если говорить о фундаментальном уровне, это та же логика делеверизации, которая привела к самосбывающемуся финансовому кризису в Азии в 1997-м и 1998 годах, о котором рассказывалось в главе 4. Участники с высоким левереджем в экономической системе понесли огромные убытки, что заставило их пойти на действия, вызвавшие дополнительные убытки, после чего процесс продолжился в том же направлении. В данном случае убытки случились из-за коллапса стоимости рискованных финансовых активов, а не коллапса стоимости национальной валюты, как это было в Индонезии или Аргентине, но по сути это та же история.

Результатом этого самоусиливающегося процесса стал фактически масштабный «набег» на банки, что заставило теневою банковскую систему съезжиться, т. е. поступить во многом так же, как это сделала обычная банковская система в начале 1930-х. Ценные бумаги с аукционной ставкой, реально отдельный банковский сектор, обеспечивавший кредит на 330 млрд долларов, исчезли. Коммерческие бумаги, обеспеченные активами, фактически еще

один банковский сектор, по масштабам снизились с 1,2 трлн долларов всего до 700 млрд. Аналогичные процессы происходили и на более низких уровнях.

На финансовых рынках начали происходить безумства. Процентные ставки по американским казначейским векселям, т. е. краткосрочным долговым обязательствам, упали почти до нуля. Это произошло из-за того, что инвесторы стремились добиться безопасности и, как выразился по этому поводу один комментатор, единственное, что они хотели покупать, были казначейские векселя и бутилированная вода. (Правительственные долги США — самое безопасное, что существует на нашей планете, но не потому, что американцы — самая ответственная нация на земле, а потому, что если в мире произойдет коллапс правительства США, коллапсирует и все остальное. Отсюда и спрос на бутилированную воду.) В некоторых немногочисленных случаях процентные ставки по казначейским векселям реально стали отрицательными, так как это была единственная вещь, которую люди принимали в качестве обеспечения финансовых сделок. В результате началась ожесточенная схватка за этот финансовый инструмент, так как его предложение было ограниченным.

Некоторые заемщики смогли уйти из коллапсирующей теневой банковской системы и снова обратились за кредитами в обычные банки. Из-за этого одним из явно не соответствующих «канонам» развития событий в условиях кризиса стало расширение банковских кредитов, что озадачило некоторых аналитиков. «Где же ожидаемое кредитное сжатие?» спрашивали они. Но расширение кредитования, производимого «старомодными» банками, по своим масштабам даже близко не восполняло крах системы теневого банковского сектора.

Последним из направлений, которые оказались затронуты в этой области, был потребительский кредит, но к октябрю 2008-го стало нарастать число фактов, свидетельствующих, что кредитные карты также оказались на «разделочном столе»: кредитные лимиты были снижены, больше заявителей на получение карт стали получать отказ, да и в целом позиции американских потребителей, уже начинающих волноваться из-за неспособности расплачиваться по долгам, стали ухудшаться.

Словом, описанные процессы происходили в масштабах всей экономики, в результате чего некоторые виды бизнеса и отдельные люди утратили доступ к кредиту, а остальные столкнулись с тем, что им теперь приходится платить по более высоким процентным ставкам, хотя Федеральная резервная система пытается подтолкнуть ставки к снижению. Такое развитие событий заставляет думать, что в стране появилась ловушка, похожая на японскую, в которую угодила денежно-кредитная политика США.

ФРС утрачивает возможности для влияния

К тому времени, когда наступил финансовый кризис, Алан Гринспен больше не руководил Федеральной резервной системой. На его место был назначен Бен Бернанке, которому пришлось разгрести то, что оставил после себя предшественник. (До того как Бернанке ушел в ФРС, он был профессором, деканом факультета экономики в *Princeton University* и принимал меня на работу, когда я переходил туда из *Massachusetts Institute of Technology*.)

Вряд ли можно было найти более подходящего человека, который возглавил бы ФРС во времена этого кризиса, чем Бернанке — ученый, специализирующийся на изучении Великой депрессии, чьи исследования о том, как банковский кризис усилил ту депрессию, внесли крупный теоретический вклад в изучение денежно-кредитных аспектов экономики. Прежде всего он анализировал роль, которую играет доступность кредитов, и проблемы, находящие свое отражение в содержании балансовых отчетов, которые возникают из-за ограничения инвестиций. Назовите группе экономистов, обеспокоенно обсуждающих кризис, связку Бернанке — Гертлер (Gertler), и они утвердительно закивают: мол, хорошо знаем этих специалистов. Бернанке, кроме того, серьезно исследовал проблемы, возникшие в Японии в 1990-х. Думаю, вряд ли кто-то лучше него интеллектуально подготовлен для того, чтобы разгрести то месиво, в котором мы сейчас оказались.

Однако по мере того как кризис усиливается, ФРС под управлением Бернанке сталкивается со все более сложной ситуацией на финансовых рынках и экономике в целом, и поэтому ей все труднее эту ситуацию отслеживать и вмешиваться в происходящее.

ФРС была создана для решения двух основных задач: управления процентными ставками и предоставления денег банкам, когда это необходимо. Она управляет процентными ставками, покупая казначейские векселя у банков, тем самым повышая их резервы, или продавая казначейские векселя банкам, чтобы, напротив, снизить их резервы. ФРС предоставляет деньги отдельным банкам в те времена, когда они в них нуждаются, для этого она их напрямую кредитует. ФРС агрессивно исполь-

зует эти инструменты с самого начала этого кризиса. Она снизила процентную ставку по краткосрочным кредитам, по которой банки кредитуют свои резервы, с 5,25% накануне кризиса до всего 1% на момент, когда пишутся эти строки — это обычная практика при проведении денежно-кредитной политики. Размер общего заимствования депозитарных институтов у Федеральной резервной системы — показатель прямого кредитования, вырос с почти нулевой отметки, где он был до возникновения кризиса, до более чем 400 млрд долларов в настоящее время.

В нормальные времена эти шаги обычно делают кредитные условия гораздо легче. Снижение процентной ставки по краткосрочным кредитам приводит, как правило, к сокращению процентных ставок по всему спектру: к более низким процентным ставкам при коммерческом кредите, более низким процентным ставкам при корпоративном заимствовании и более низким ипотечным ставкам. В прошлом выдача кредитов банкам обычно была достаточной мерой, чтобы устранить любую нехватку ликвидности в финансовой системе. Но нынешние времена к нормальным не относятся, и поэтому прошлые прецеденты к ним неприменимы.

Ослабление возможности ФРС в полной мере отслеживать ситуацию и реагировать на нее особенно очевидно, когда речь идет о заемщиках с более высокой степенью риска. В наибольшей степени это проявилось на закрывшемся сейчас рынке субстандартных займов, что привело к выводу с другого рынка целого класса потенциальных покупателей домов. Компании, не имеющие высшего кредитного рейтинга, теперь за краткосрочные кредиты

платят по более высоким процентным ставкам, чем до кризиса, хотя ставки, контролируемые ФРС, снизились более чем на четыре процентных пункта. Процентная ставка корпоративных облигаций категории «ВАА» на момент написания этой работы была выше 9%. Для сравнения, перед кризисом она составляла около 6,5%. В конечном счете процентные ставки, которые учитываются при принятии решений по расходам и инвестициям, повысились или, по крайней мере, «отказались» снижаться, несмотря на попытки ФРС направить их вниз.

Пострадали даже заемщики по схеме стандартной ипотеки: 30-летняя ипотечная ставка в основном осталась приблизительно той же, какой она была летом 2007 года. Это произошло потому, что кризис в финансовой системе почти полностью выдавил с рынка частных кредиторов, оставив там только *Fannie Mae* и *Freddie Mac*, которые по-прежнему занимаются этим бизнесом. Но *Fannie* и *Freddie* также оказались в трудном положении: у них не так много плохих займов, как в частном секторе, но они все-таки есть, и у них очень мало собственных средств. В сентябре 2008-го федеральное правительство взяло над ними контроль, что должно ослабить у людей беспокойство по поводу их задолженности и снизить ипотечные ставки. Однако администрация Буша подчеркнула, что отказывается от полного обеспечения долгов *Fannie* и *Freddie*, и поэтому даже после национализации эти институты продолжают испытывать трудности с получением необходимого финансирования.

А что можно сказать о займах, которые Федеральная резервная система предоставила банкам? Они им, вполне вероятно, помогли, но не настолько, как кто-то, возможно, ожидал, поскольку обычные банки не оказались в эпицен-

тре кризиса. Здесь можно привести следующий пример: если бы схемы с ценными бумагами с аукционной ставкой проводились в рамках обычной банковской системы, в ситуации, когда слишком мало частных инвесторов хотят участвовать в аукционах, эмитенты смогли бы занять у ФРС, а аукционы не провалились бы, а этот сектор не подвергся коллапсу. Однако, поскольку организации, использовавшие эти схемы, не были обычными банками, аукционы оказались неудачными, сектор коллапсировал, и никакие займы, выданные ФРС *Citibank* или *Bank of America*, не смогли остановить этот процесс.

Вскоре ФРС поняла, что трон, на котором она располагается, на самом деле находится над ловушкой ликвидности, очень похожей на японскую, где сила влияния традиционной денежно-кредитной политики на реальную экономику в значительной степени утрачена. Да, ставка по федеральным фондам пока не прошла весь путь снижения до нуля, но вряд ли кто-то считает, что ее снижение еще на один процентный пункт существенно повлияет на ситуацию.

А что еще могла бы сделать ФРС? В 2004 году в своей академической работе Бернанке аргументированно доказал, что денежно-кредитная политика может быть эффективной, даже если окажется в ловушке ликвидности, при условии, что есть желание «изменить состав балансового отчета центрального банка». Вместо того чтобы владеть лишь казначейскими векселями и предоставлять займы обычным банкам, ФРС могла бы предоставлять займы и другим участникам: инвестиционным банкам, фондам денежного рынка и даже, может быть, нефинансовым видам бизнеса. На протяжении кризиса 2008 года она ввела в оборот несколько особых кредитных схем, позво-

ляющих это сделать: Программу срочного кредитования (Term Securities Lending Facility, TSLF, *англ.*), Программу кредитования первичных дилеров (Primary Dealer Credit Facility, PDCF, *англ.*) и некоторые другие. В октябре 2008 года ФРС объявила, что она также начнет покупать коммерческие бумаги, фактически предлагая кредитование, которое частная финансовая система не осуществляла или не могла осуществить.

Во время написания этой работы сохраняется вероятность, что в конце концов эти схемы окажутся полезными. Однако на сегодня можно сказать, что их влияние пока разочаровывает. Почему? Я готов утверждать, что проблема связана с эффектом субституции и масштабами. Когда ФРС действует так, чтобы повысить размер банковских резервов, она осуществляет то, чем другие институты заниматься не могут. Только ФРС способна создавать денежную базу, которую можно использовать как деньги в обороте или в резерве банка. Более того, действия ФРС могут быть большими относительно масштабов привлеченных классов активов, поскольку денежная база составляет «всего» 800 млрд долларов. Но когда ФРС пытается поддерживать кредитный рынок более широко, она, наоборот, занимается тем же, что и частные лица, а это означает, что кредиты, накачиваемые в ее систему, могут быть несколько ослаблены частными изъятиями. К тому же в этом случае ФРС пытается подвинуть гораздо большую по размерам глыбу — кредитный рынок весом примерно 50 трлн долларов.

ФРС под управлением Бернанке испытывает еще одну серьезную проблему — постоянное отставание от хода развития событий. У финансового кризиса появляются все новые и новые оси координат, которые лишь немногие

люди, в том числе и самые умные в ФРС, способны оперативно отслеживать. И это обстоятельство побуждает меня перейти к рассмотрению международной координаты кризиса.

Мать всех валютных кризисов

После финансового кризиса 1997–1998 годов правительства пострадавших от него стран попытались защитить себя от повторения пройденного. Они избегали брать иностранные займы, которые делали их уязвимыми в случае прекращения международного финансирования, а также накопили огромные валютные резервы, которые, как предполагалось, защитят их в случае любых чрезвычайных ситуаций в будущем. Обычно считалось, что то, что формирующиеся рынки Бразилии, России, Индии, Китая и группы меньших стран, включая жертв кризиса 1997 года, теперь «отцеплены» от Соединенных Штатов, позволит им продолжать расти независимо от неразберихи в Америке. Такое «отцепление» вовсе не является мифом, утверждалось в журнале *The Economist* в марте 2008-го: «Это действительно еще может спасти мировую экономику».

К сожалению, это, по-видимому, не так. Наоборот, Стивен Джен (Stephen Jen), главный валютный стратег в *Morgan Stanley*, считает, что «жесткая посадка» на формирующихся рынках может стать «вторым эпицентром» глобального кризиса (финансовые рынки США были первым).

Что же случилось? Наряду с увеличением масштабов теневой банковской системы на протяжении последних 15 лет происходила трансформация сущности финансовой

системы. Бóльшая ее часть произошла после азиатского кризиса, а именно финансовой глобализации, когда инвесторы в каждой стране могли иметь крупные доли в других странах. В 1996 году, накануне азиатского кризиса, у Соединенных Штатов зарубежные активы были равны 52% ВВП, а обязательства — около 57% ВВП. К 2007-му эти цифры существенно выросли: 128 и 145% соответственно. Соединенные Штаты все больше соответствуют статусу «чистого должника», и это звучит менее внушительно, чем «крупнейший перекрестно-долговой держатель» (*vast increase in cross-holdings, англ.*).

Считалось, что это, как и большинство тех изменений, что происходили с финансовой системой за последнее десятилетие или два, снизит риск. Поскольку инвесторы США теперь имеют гораздо большую долю своего богатства в других странах, они в меньшей степени зависят от замедления в Америке, а так как иностранные инвесторы значительную часть своего богатства держат в Соединенных Штатах, то меньше зависят от замедления в своих странах. Но реально усиление финансовой глобализации во многом связано с инвестициями финансовых институтов, которые осуществляют различные виды рискованных сделок с пересечением национальных границ и очень активно используют заимствованные средства. И когда что-то в Соединенных Штатах происходит неправильно, эти международные инвестиции выступают в качестве трансмиссии, как это называют экономисты. Эта трансмиссия позволяет кризису, который начался на рынке недвижимости в США, порождать новые волны кризиса и в других странах. Здесь все взаимосвязано. Обычно началом кризиса считается крах хеджевых фондов, связанных с французским банком, а к осени

2008 года трудности с жилищными займами в таких регионах, как Флорида, разрушили банковскую систему Исландии.

Если говорить о формирующихся рынках, то у них была особая точка уязвимости — сделки категории carry trade. Эти сделки предусматривают заимствование в странах с низкими процентными ставками, особенно в Японии, и не только, и кредитование в других странах с высокими процентными ставками, вроде Бразилии или России. Пока все шло хорошо, это был очень прибыльный бизнес, но в конечном счете ситуация кардинальным образом изменилась.

Событием, которое стало триггером последующего развития, был, по-видимому, крах инвестиционного банка *Lehman Brothers*, случившийся 15 сентября 2008 года. Когда *Bear Stearns*, еще один из пяти крупнейших инвестиционных банков, в марте 2008-го оказался в затруднительном положении, ФРС и Казначейство вмешались, но не для его спасения, а для того, чтобы защитить «стороны» этого банка по сделкам, т. е. тех, кому он был должен деньги или с кем осуществлял финансовые операции. Из-за этого были явно выраженные ожидания, что с *Lehman* поступят так же. Однако министерство финансов решило, что последствия краха *Lehman* не будут слишком серьезными, и позволило фирме пойти ко дну, не защитив ни одну из сторон, участвовавших в сделках с ней.

Уже через несколько дней стало ясно, что этот шаг был катастрофическим: доверие к бизнесу упало еще больше, цены активов рухнули еще сильнее, а несколько оставшихся работающих каналов кредитования резко «обмелели». Фактическая национализация AIG, гигантской страховой

компании, проведенная через несколько дней после этого, не смогла остановить начавшуюся панику.

Одной из жертв последней волны паники и стали сделки категории *carry trade*. Канал финансирования из Японии и других стран с низкими процентами прекратил функционировать, что вызвало самоусиливающиеся эффекты, очень похожие на те, что сопровождали кризис 1997 года. Поскольку капитал больше не убегал из Японии, стоимость иены выросла, а поскольку он больше не поступал на формирующиеся рынки, стоимость валют этих стран резко опустилась. Это вызвало крупные капитальные убытки для любого, кто заимствовал в одной валюте и выдавал кредиты в другой. В некоторых случаях это привело к тому, что хеджевые фонды и вся их отрасль, чье положение до прекращения деятельности *Lehman Brothers* было лучше, чем ожидалось, начали быстро сокращать масштабы своей деятельности. В других случаях это означало, что фирмы на формирующихся рынках, занимавшие дешево за границей, неожиданно столкнулись с крупными убытками.

Оказалось, что усилия органов власти стран с формирующимися рынками, направленные на то, чтобы защитить себя от следующего кризиса, были перечеркнуты действиями частного сектора, не обращавшего на этот риск внимания. Например, в России банки и корпорации ринулись занимать за границей, поскольку процентные ставки в иностранной валюте были ниже рублевых, поэтому, хотя российские власти накопили впечатляющий запас иностранной валюты, равный 560 млрд долларов, российские корпорации и банки почти уравнили эту сумму, взяв в долг за границей впечатляющие

460 млрд. Но затем эти корпорации и банки, совершенно неожиданно для себя, обнаружили, что их кредитные линии отрезаны, а рублевая стоимость их долгов резко выросла. В безопасности не находился никто. Например, крупные бразильские банки избежали соблазна залезть в крупные долги в иностранной валюте, но и они оказались в трудном положении, так как их национальные клиенты были не столь осторожны, как они сами.

Все это очень сильно напоминает предыдущие валютные кризисы — в Индонезии в 1997-м и Аргентине в 2002-м. Только на этот раз события развиваются в гораздо больших масштабах. Этот сценарий на самом деле является матерью всех валютных кризисов и грозит очередной катастрофой для общемировой финансовой системы.

Глобальное экономическое замедление

Эта глава в основном посвящена анализу финансовых аспектов кризиса. Что все это означает для «реальной экономики» — экономики рабочих мест, заработной платы и производства? Ничего хорошего.

Соединенные Штаты, Великобритания, Испания и несколько других стран, скорее всего, столкнулись бы с рецессией после взрыва их ипотечных пузырей, даже если бы их финансовые системы не сломались. Резкое снижение цен на недвижимость из-за спада деловой активности непосредственно оказывает отрицательное влияние на занятость в строительстве, а это обычно приводит к снижению потребительских расходов, так как люди чувствуют себя более бедными и теряют доступ к ссудам под залог жилья. Эти отрицательные факторы вызы-

вают мультипликационный эффект, так как снижающаяся занятость приводит к еще большему сокращению расходов. Иногда подчеркивают, что экономика США вначале, после взрыва ипотечного пузыря, держалась достаточно хорошо. В основном это происходило по причине слабости доллара, благодаря чему повысился экспорт, что помогло в какой-то мере компенсировать сокращение масштабов строительства.

Но финансовый коллапс, по-видимому, может привести к тому, что довольно обычная и даже заурядная рецессия (уровень занятости в США начал падать в конце 2007 года, но до сентября 2008-го это падение было достаточно умеренным, иногда чуть быстрее, иногда медленнее) станет гораздо более серьезной и тяжелой. Усиление кредитного кризиса, начавшееся после краха *Lehman Brothers*, неожиданный кризис на формирующихся рынках, коллапс потребительского доверия в условиях, когда масштабы финансовых потрясений продолжают оставаться заголовками на передовицах, — все это свидетельствует о том, что в Соединенных Штатах, а также в мире в целом впервые с начала 1980-х наступила тяжелейшая рецессия. У многих экономистов, скорее всего, возникнет чувство облегчения, если она окажется всего лишь просто тяжелой.

На самом деле беспокоит утрата политического влияния. Рецессия 1981–1982 годов, когда уровень безработицы превысил 10%, была ужасной, но в какой-то мере это был преднамеренно сделанный выбор: в те годы ФРС реализовывала политику «дорогих денег», чтобы сломать хребет инфляции, и как только ее председатель Пол Волкер решил, что экономика пострадала достаточно, он ослабил хватку, и через какое-то время экономика снова начала

динамично расти. Экономическое опустошение в итоге оказалось пробуждением для Америки, и происходившие затем преобразования стали осуществляться с захватывающей дух скоростью.

На этот раз экономика, наоборот, глохнет, и это несмотря на повторяющиеся снова и снова попытки политиков запустить ее в действие. Подобная политическая беспомощность напоминает ситуацию в Японии в 1990-х. Во многом развитие событий похоже и на сценарий 1930-х. Мы сейчас не находимся в состоянии депрессии, и, несмотря ни на что, не думаю, что мы движемся в направлении к ней (хотя я не уверен в этом настолько, насколько хотел бы). Однако экономика явно стала депрессивной.

ВОЗВРАТ ДЕПРЕССИВНОЙ ЭКОНОМИКИ

глава 10

Мировая экономика не находится в состоянии депрессии; вполне вероятно, она и не столкнется с ней, несмотря на масштабы нынешнего кризиса (хотя мне хотелось бы быть в полной мере уверенным, что этого не случится). Но, хотя депрессия как таковая не вернулась, депрессивная экономика, т. е. наличие проблем, особенно характерных для мировой экономики в 1930-х и с тех пор не проявлявших себя, вернулась, и вернулась очень шумно. Пятнадцать лет назад вряд ли кто-то мог подумать, что современные страны будут вынуждены столкнуться с тяжелейшими, ломающими все и вся рецессиями, что это произойдет из-за опасений по поводу действий валютных спекулянтов и что крупные промышленные государства столкнутся с тем, что они не способны обеспечивать достаточные расходы для сохранения занятости и предприятий, и людей. Словом, мировая экономика оказалась в гораздо более опасном положении, чем мы считали.

Почему наш мир стал снова таким опасным? Есть и еще более важные вопросы: как мы выберемся из нынешнего кризиса и что можем сделать, чтобы не допустить повторения подобных кризисов в будущем? В этой книге я рассказывал много самых разных историй, и теперь наступило время попытаться сделать из них какие-то нравоучительные выводы.

Что такое депрессивная экономика?

Что я имею в виду, когда говорю о возврате депрессивной экономики?

Прежде всего это означает, что впервые за много лет слабость экономики спроса (частные расходы, недостаточные для того, чтобы в полной мере загрузить име-

ющиеся производственные мощности) стала наглядным для всех действующим ограничением, препятствующим процветанию для большей части мира.

Мы — в данном случае я имею в виду не только экономистов, но и политиков и образованных людей в целом — оказались не готовы к такому повороту событий. Сложившаяся совокупность глупых идей, претендовавших на название «экономика предложения» (supply-side economics, англ.), оказалась всего лишь эксцентричной доктриной, которая оказала бы небольшое влияние, не будь она очень привлекательной для редакторов и богатых людей, имеющих свои причуды и предубеждения. За последние несколько десятилетий в экономическом мышлении происходило устойчивое смещение акцентов и уход от спроса в экономике в сторону предложения.

Это смещение частично было результатом теоретических диспутов, проводимых в рамках экономической науки, обсуждений, которые, как это часто бывает, постепенно стали вестись в более широком контексте и отошли от базовой формулировки. Если очень коротко, эти теоретические споры шли вокруг следующего основного тезиса: нехватка общего спроса со временем в принципе излечится сама собой, но это произойдет только в том случае, если заработная плата и цены перед лицом безработицы быстро упадут. В истории о кооперативе беби-ситтеров, чья экономическая деятельность стала депрессивной, единственным способом решения создавшейся ситуации было изменение цены за час работы, т. е. сокращение количества купонов, получаемых за услугу, в результате чего покупательная способность при существующем предложении купонов повысилась, и кооператив вернулся к «полной

занятости» без каких-то других действий его управляющих. В реальной жизни после возникновения рецессии цены быстро не снижаются, но экономисты не могут прийти к единому мнению по поводу того, почему именно этого не происходит. По причине этого несогласия прошла серия «кровавопролитных» академических сражений, после чего вся тема рецессий и объяснения того, как они происходят, стали своего рода профессиональным минным полем, на которое теперь решаются вступить еще меньше специалистов, чем в прошлом. А широкая общественность пришла к выводу, что экономисты либо не понимают сущности рецессий, либо лекарственные средства для их излечения, составляемые на основе спроса и прописываемые ими, себя дискредитировали. Истина, правда, заключается в том, что добрая старомодная макроэкономика спроса может и сегодня предложить много полезного для нашего выхода из нынешнего затруднительного положения, но у ее защитников не хватает веры, а ее критиков переполняют бурные эмоции.

Как это ни парадоксально, но если одной причиной, объясняющей, почему мы были не готовы к повторному рассмотрению вопросов, связанных с депрессией, являлись теоретические слабости экономики спроса, то другой стали успехи, достигнутые на практике. На протяжении всех десятилетий, когда экономисты спорили, может ли кредитно-денежная политика на самом деле вытащить экономику из рецессии, центральные банки снова и снова пользовались ею и применяли ее именно для этой цели. Фактически концепция, диктующая, что продолжительный экономический спад является результатом недостаточного спроса, стала неприемлемой. Конечно,

Федеральная резервная система и аналогичные институты в других странах всегда могут достаточно существенно снизить процентные ставки, чтобы поддержать расходы на высоком уровне, если не говорить об исключении, проявляющем себя в течение очень короткого времени, а единственным ограничением для экономических показателей являются производственные способности экономики, т. е. сторона предложения.

Даже сейчас многие экономисты по-прежнему относятся к рецессии как к второстепенному вопросу, а к ее изучению — как к скомпрометировавшей себя теме. Вступительное слова Роберта Лукаса, о котором я говорил в главе 1, в явном виде демонстрирует мнение ряда специалистов, что деловой цикл больше не является серьезным вопросом и что экономистам следует переключить свое внимание на технологический процесс и долгосрочный рост. Это отличные и заслуживающие повышенного внимания темы, и в перспективе на самом деле важные, но, как указывал Кейнс, в долгосрочной перспективе мы все умрем.

А вот в ближайшее время мир станет в «режиме шатания» переходить от кризиса к кризису, каждый из которых будет очень сильно связан с проблемой генерирования достаточного спроса. Япония с начала 1990-х и по наши дни, Мексика в 1995-м, Таиланд, Малайзия, Индонезия и Корея в 1997-м, Аргентина в 2002-м и практически весь мир в 2008-м, т. е. одна страна за другой, сейчас сталкиваются с рецессией, которая, по крайней мере временно, свела на нет результаты деятельности, достигнутые за годы экономического прогресса. Становится очевидным, что обычные политические ответы, по-видимому, не

оказывают никакого влияния на положение дел. Снова очень важным стал вопрос, как создать достаточный спрос, чтобы можно было воспользоваться имеющимися у экономики мощностями. Вернулась депрессивная экономика.

Что делать: как себя вести в чрезвычайной ситуации

Что миру требуется прямо сейчас? Конечно, операция спасения. Глобальная кредитная система находится в парализованном состоянии, а глобальное замедление, происходящее в настоящее время, когда я пишу эти строки, усиливается все больше и больше. Возможно, усиление слабых звеньев, из-за которых возник этот кризис, — действительно необходимая часть спасения, но этот ремонт может немного подождать.

Прежде всего нам нужно справиться с нынешней явно выраженной опасностью. Для этого политикам всего мира необходимо предпринять два шага: опять запустить в действие поток кредитов и повысить объемы расходов. Первая задача из этих двух более тяжелая, но ее необходимо решить, и при этом быстро. Почти каждый день появляются новости о том, что произошла следующая катастрофа, вызванная замораживанием кредитов. Когда я писал черновик этой работы, стали поступать сведения о коллапсе аккредитивов — основном финансовом инструменте общемировой торговли. Неожиданно для себя покупатели импортной продукции, особенно в развивающихся странах, теперь больше не могут осуществлять свои сделки, из-за чего стали простаивать корабли: фрахтовый ин-

декс *Baltic Dry* — широко применяемый показатель затрат на транспортировку, в этом году снизился до 89%.

За этим кредитным сжатием лежит комбинация снизившегося доверия к финансовым институтам и резкое снижение капитала у этих организаций. Люди и организации, включая финансовые институты, не хотят ни с кем иметь дело, если предполагаемая сделка не обеспечена достаточным капиталом, выступающим в качестве меры поддержки обещаний. Но кризис исчерпал запасы капитала по всем направлениям.

Существует очевидное решение этой проблемы — включить в оборот больше капитала. Это стандартный рецепт, который выписывают при возникновении финансовых кризисов. В 1933 году администрация Рузвельта для рекапитализации банков использовала Корпорацию финансирования реконструкции (*Reconstruction Finance Corporation*). Для этого у банков покупались привилегированные акции, т. е. имевшие старшинство над обычными, если говорить об очереди выплат по ценным бумагам. Когда Швеция в начале 1990-х столкнулась с финансовым кризисом, вмешалось правительство и предоставило банкам дополнительный капитал, равный 4% ВВП страны, что для нынешних Соединенных Штатов эквивалентно 600 млрд долларам, получив в обмен за это часть их собственности. Когда в 1998 году Япония занялась спасением своих банков, она купила привилегированных акций больше чем на 500 млрд долларов, что в показателях ВВП эквивалентно вливанию капитала в Соединенных Штатах в размере приблизительно 2 трлн. В каждом случае предоставление капитала помогло банкам восстановить способность выдавать кредиты и разморозить кредитные рынки.

Финансовые спасательные операции в настоящее время в Соединенных Штатах и других промышленно развитых странах проводятся примерно так же, хотя и начались с опозданием, что частично произошло из-за идеологических взглядов администрации Буша. Вначале, после краха *Lehman Brothers*, Министерство финансов предложило выкупить у банков и других финансовых институтов, оказавшихся в затруднительном положении, активы на 700 млрд долларов. Однако пока неясно, как этот шаг скажется, с точки зрения разработчиков этого плана, на развитии ситуации. (Если Казначейство будет платить по рыночной стоимости, это мало поможет банкам с их позицией по капиталу. А если оно заплатит дороже рыночной цены, то на власти обрушатся яростные обвинения в том, что они выбрасывают деньги налогоплательщиков.) Не забивайте себе голову такими вопросами: после колебаний в течение трех недель Соединенные Штаты последовали по пути, по которому первыми отправилась Великобритания, а затем страны континентальной Европы, и на основе своего плана создали схему рекапитализации.

Однако сомнительно, что эта мера сможет повернуть ситуацию вспять. Это опасение объясняется, по крайней мере, тремя причинами. Во-первых, даже если все 700 млрд долларов будут использованы для рекапитализации (пока же реально на это выделена только доля этих средств), эта сумма невелика по сравнению со средствами, выделенными для спасения японских банков, особенно если учесть, что серьезность финансового кризиса в Соединенных Штатах и Европе несопоставима с положением дел в Японии. Во-вторых, пока до конца непонятно, как спасательные меры охватят теневую банковскую

систему, т. е. ту часть общей системы, где находится самая болевая точка проблемы. В-третьих, неясно, будут ли банки готовы использовать для кредитования полученные средства или, наоборот, станут «сидеть» на этих деньгах (с этой проблемой столкнулись разработчики Нового курса 75 лет назад).

Я считаю, что рекапитализация в конце концов будет более крупной и широкой и в итоге потребует более сильный правительственный контроль. На какое-то время мы фактически подойдем к полной национализации значительной части финансовой системы. Чтобы пояснить сказанное, добавлю, что это вовсе не долгосрочная цель и не вопрос захвата командных высот в экономике: сразу же, как только будет обеспечена безопасность, финансы снова следует сделать частными, как поступили шведы, вернувшие банковское дело в частный сектор после крупной операции по его спасению в начале 90-х. Но пока важнейшая задача — снова запустить кредитный процесс, воспользовавшись для этого любыми имеющимися в распоряжении средствами и освободившись от всяких идеологических пут. Ничего не может быть хуже, чем неудача при выполнении необходимых действий, произошедшая из опасения, что спасение финансовой системы по своей природе в какой-то мере является «социалистическим».

То же самое справедливо для другого направления, используемого для решения кредитного сжатия — временного включения федеральных органов в бизнес кредитования, предоставляемого непосредственно нефинансовому сектору. Готовность Федеральной резервной системы покупать коммерческие бумаги — крупный шаг, сделан-

ный в нужном направлении, но здесь таких шагов надо предпринять гораздо больше.

Выполнение всех этих действий должно быть скоординировано с другими промышленно развитыми странами. Это объясняется глобализацией финансов, описанной в главе 9. Действия США по спасению финансовой системы частично окупят себя тем, что помогут получить более легкий доступ к кредитам в Европе, а аналогичные спасательные действия европейцев частично окупятся улучшением кредитных условий здесь, в Соединенных Штатах. Поэтому каждой стране следует делать примерно одно и то же, поскольку в данном случае мы все тесно связаны друг с другом.

И еще: из-за распространения финансового кризиса на формирующиеся рынки частью решения становится и глобальное спасение развивающихся стран. Как и с рекапитализацией, на момент написания этих строк кое-что в этом отношении уже делается; Международный валютный фонд предоставляет займы странам, чья экономика оказалась в трудной ситуации, например, Украине, и на этот раз сопровождает это меньшими, чем в период азиатского кризиса 1990-х поучениями и требованиями относительно того, как надо себя вести. Одновременно ФРС заключила соглашения о свопах с некоторыми центральными банками из развивающихся рынков, предоставив им право в случае необходимости занимать доллары. Как и в случае с рекапитализацией, эти усилия прикладываются в правильном направлении (по крайней мере, таковыми они выглядят на сегодня), но они слишком слабы, и поэтому их надо усилить.

Даже если спасение финансовой системы начнет возвращать кредитные рынки к жизни, мы по-прежнему

стоим на пороге глобального замедления, и угроза развития событий по такому сценарию усиливается. Что здесь следует сделать? Ответ почти гарантированный — прибегнуть к добрым старым кейнсианским фискальным стимулам.

Соединенные Штаты попытались использовать фискальные стимулы в начале 2008 года. И администрация Буша, и демократы из конгресса в хвалебных тонах описывали план оживления экономики, считая, что ее удастся «завести рывком». Однако достигнутые результаты оказались разочаровывающими, что объясняется двумя причинами. Во-первых, стимулы были слишком малы — всего примерно 1% ВВП. Следующий стимул этого рода должен быть гораздо более сильным, скажем, выше 4% ВВП. Во-вторых, большинство денег из первого пакета было предоставлено в виде возврата налоговых платежей, и многие из этих средств были скорее направлены не на расходы, а на сбережения, т. е. сэкономлены, а не истрачены. В следующем плане следует сфокусироваться на поддержании и увеличении правительственных расходов: поддержании за счет предоставления помощи региональным и местным властям, расширении — за счет увеличения расходов на дороги, мосты и другие элементы инфраструктуры.

Обычное возражение, выдвигаемое против государственных расходов как формы экономических стимулов, строится на том, что в этом случае потребуется слишком длительное время, прежде чем этот вариант сработает, т. е. начнется резкое увеличение спроса и закончится экономическое торможение. Однако по поводу этого аргумента сейчас сильно беспокоиться не следует: сегодня очень трудно решить, насколько быстрым будет любое эконо-

мическое восстановление и не возникнут ли неожиданно какие-то новые пузыри, чтобы заменить ипотечный пузырь (очень убедительно и точно об этой проблеме сообщается в заголовке сатирической газеты *The Onion*: «Страна, оказавшаяся в рецессии, требует вложений в новый пузырь»). Пока государственные расходы осуществляются с разумной скоростью, деньги, выделяемые для этого, будут поступать своевременно, что обеспечит два огромных преимущества по сравнению с возвратом налоговых платежей. С одной стороны, эти деньги будут фактически истрачены, а с другой — истрачены на что-то полезное (скажем, на строительство мостов, которые не рухнут).

Некоторые читатели, вполне вероятно, возразят, что предоставление фискальных стимулов в виде средств для выполнения общественных работ — это то, что делала Япония в 1990-х, и это действительно так. Но ведь в Японии государственные расходы, скорее всего, помогли тому, чтобы слабость экономики не трансформировалась в реальную депрессию. К тому же существуют причины, заставляющие верить, что в Соединенных Штатах стимулы в виде государственных расходов сработают лучше, если ими воспользоваться более оперативно, чем в Японии. По крайней мере, мы еще не оказались в ловушке дефляционных ожиданий, в которую угодила Япония после нескольких лет применения недостаточно сильных приемов. К тому же эта страна ждала слишком долго, прежде чем приступила к рекапитализации своей банковской системы, и эту ошибку мы, будем надеяться, не повторим.

Основная идея сказанного заключается в следующем: надо подходить к нынешнему кризису, настроившись на то, что обязательно будет сделано все необходимое,

чтобы нейтрализовать негативный вариант. Если даже это окажется недостаточным, будет сделано больше или что-то другое, и все эти шаги будут целенаправленно осуществляться до тех пор, пока не начнут выдаваться кредиты и реальная экономика не начнет восстанавливаться.

После того как усилия по восстановлению принесут заметную отдачу, наступит время заняться профилактическими мерами: реформировать систему так, чтобы она снова не вошла в состояние кризиса.

Финансовая реформа

Джон Мейнард Кейнс, как мы уже говорили, в начале Великой депрессии заявил, что трудности возникли из-за магнето. Большая часть экономического двигателя была в хорошем состоянии, но ее важный компонент, финансовая система, не работал. Он тогда также сказал следующее: «Мы оказались в состоянии огромной неразберихи из-за того, что на ощупь пытались разобраться в том, как надо контролировать работу деликатной машины, суть которой мы не понимаем». Оба этих утверждения сегодня столь же верны, как и в те времена.

Каким образом возникла эта вторая колоссальная путаница? После Великой депрессии мы спроектировали машину заново, так, чтобы в полной мере понимать, как она работает, сделали ее достаточно хорошей, чтобы, по крайней мере, не допускать крупных катастроф. Банки, часть системы, которая так плохо функционировала в 1930-е, были поставлены под строгое регулирование и обеспечены прочной сеткой безопасности. Одновременно

были ограничены международные перемещения капитала, сыгравшие свою разрушительную роль в 1930-х. Функционирование такой финансовой системы стало немного скучным, но и более безопасным.

Но затем снова начали происходить интересные и опасные вещи. Возрастание международных потоков капитала создало основу для возникновения опустошительных валютных кризисов в 1990-х и глобального финансового кризиса в 2008-м. Рост теневой банковской системы без соответствующего увеличения регулирующих мер создал основу для недавних «набегов» на банки, которые предпринимались в больших масштабах. Эти «набеги» в наше время осуществляются в виде лихорадочно совершаемых действий с кнопками компьютерной мыши вместо толпы разъяренных людей, собравшихся возле закрытых дверей банка, но от этого они не становятся менее разрушительными.

В этих условиях мы должны, несомненно, заново усвоить уроки, которые наши деды получили в результате Великой депрессии. Я даже не попытаюсь изложить детали нового регулирующего режима, но основной его принцип должен быть очевиден: все, что пришлось спастись во время финансового кризиса, должно быть отрегулировано поскольку играет важную роль в финансовом механизме, и это следует сделать в состоянии, когда кризиса нет, так, чтобы эта деталь механизма не подвергалась действию избыточных рисков. После 1930-х коммерческие банки должны были иметь адекватный капитал и сохранять резервы ликвидных активов, которые можно быстро трансформировать в наличные. К тому же были введены ограничения на виды инвестиций, которые они могут осуществлять, и все это в обмен

на федеральные гарантии, предоставляемые банкам, если дела у них вдруг пойдут плохо. Но в наши дни мы видим появление широкого диапазона самых разных небанковских институтов, которые сыграли заметную роль в создании банковского кризиса, а потому в отношении них должны быть также приняты меры аналогичного регулирования, но более широкие, чтобы охватить гораздо большую часть всей системы.

Надо также серьезно обдумать и то, как вести себя в условиях финансовой глобализации. После азиатских кризисов 1990-х раздавались отдельные призывы ограничить на длительное время международные потоки капитала, а не прибегать лишь к временным мерам контроля, вводимым только в периоды кризисов. По большей части от реализации этих предложений отказались, а вместо них ставка была сделана на стратегии создания крупных резервов иностранной валюты, которые, как предполагалось, не допустят возникновения кризисов в будущем. Создается впечатление, что эта стратегия не сработала. Для стран, вроде Бразилии и Кореи, все происходящее напоминает кошмар: после всего, что они сделали, они снова столкнулись с кризисом, как и в 1990-х. Какой будет следующая реакция? Это пока непонятно, но финансовая глобализация, несомненно, оказалась еще более опасной, чем мы предполагали.

Сила идей

Как читатели, возможно, заметили, я верю не только в то, что мы живем в новую эпоху депрессивной экономики, но также и в то, что идеи Джона Мейнарда Кейнса, эконо-

миста, проанализировавшего сущность Великой депрессии, в настоящее время более значимы, чем когда-либо. Кейнс завершил свой шедевр «Общая теория занятости, процента и денег» (*The General Theory of Employment, Interest and Money*), известным изречением, сообщающим о важности экономической идей: «Рано или поздно именно идеи, а не корыстные интересы становятся опасными и для добра, и для зла».

Можно спорить о том, всегда ли это правда, но во времена вроде нынешних это, конечно, оспаривать нельзя. Квинтэссенцией предложения, передающего сущность экономики, скорее всего, является следующее: «Бесплатных завтраков не бывает». Ресурсы ограничены, и если вы хотите получить больше чего-то одного, то должны ограничить себя в другом. Другими словами, выигрыша без напряжения не существует. Однако депрессивная экономика требует изучения ситуации, когда бесплатный завтрак все-таки можно получить, если только знать, как до него дотянуться. Это возможно, поскольку незанятые ресурсы можно заставить трудиться. Истинная редкость в мире Кейнса, да и в нашем тоже, — это не ресурсы и даже не добродетели, а понимание происходящего.

Мы не достигнем того понимания, которое нам необходимо, пока не начнем стараться ясно осмысливать наши проблемы, а затем не будем руководствоваться нашими выводами и следовать им, независимо от того, к чему они нас приведут. Некоторые утверждают, что наши экономические проблемы являются структурными, и поэтому быстрого излечения добиться не удастся. Но я уверен, что единственными важными структурными преградами на пути к процветанию мира являются устаревшие доктрины, которые затуманивают мышление людей.

ОБ АВТОРЕ

Пол Кругман (Paul Krugman) — лауреат Нобелевской премии по экономике за 2008 год. Автор колонки на странице публицистики в *New York Times* и ежедневного блога под названием «Совесть либерала» (*The Conscience of a Liberal*) (так же называется одна из его книг). Журнал *Editor and Publisher* назвал Кругмана обозревателем года. Он профессор экономики и мировой политики в *Princeton University*, автор и редактор 20 книг и более чем 200 статей, опубликованных в профессиональных журналах. Чтобы получить более подробную информацию о Поле Кругмане, можно посетить его сайт *Krugmanonline.com*.

УКАЗАТЕЛЬ АННОТИРОВАННЫЙ

А

Альфонсин Фулкес, Рауль Рикардо (Alfonsín Foulkes, Raúl Ricardo) (род. 1927). Президент Аргентины от партии Гражданского радикального союза (1983–1989), член национального конгресса от партии Гражданский радикальный союз (1963).

Правительство А. проводило демократическую политику. А. осудил членов вооруженных объединений за нарушение прав человека в конце 1970-х годов, по этой же причине многие высшие должностные лица также получили значительные сроки заключения. Однако из-за заметно выросшего давления военных, которое выразилось в целом ряде восстаний, А. пришлось амнистировать некоторых офицеров и возобновить финансирование армии.

Во внутренней политике правительство А. пыталось найти выход из кризисного положения в экономике за счет создания новых современных отраслей промышленности, привлечения иностранного капитала (заключил договоренности с Международным валютным фондом о значительных кредитных траншах), активизации деловой жизни. Однако принимаемые меры не принесли желаемых результатов.

Во внешней политике правительство А. наряду с приверженностью страны «западным ценностям» проводило линию на координацию действий на международной арене с латиноамериканскими государствами, другими развивающимися странами, активное сотрудничество с Движением неприсоединения.

Острый экономический кризис, переживаемый страной, отразился и на политической ситуации — недовольство рабочих

катастрофическим ростом цен вылилось в крупные социальные потрясения. На состоявшихся в мае 1989 года всеобщих выборах победу одержал представитель Перонистской партии Карлос Саул Менем.

Б

Бернанке Бен Шалом (Bernanke Ben Shalom) (род. 1953). Американский экономист, председатель Федеральной резервной системы США (с февраля 2006 года), председатель совета экономических экспертов при Белом доме. Получил прозвище Вертолетный Бен (Helicopter Ben), выдвинув идею, что иногда, в условиях кризиса, «разбрасывание денег с вертолета» может быть необходимостью.

В 1975-м окончил с отличием *Harvard University*, в 1979-м получил степень доктора философии в *Massachusetts Institute of Technology*. В аспирантуре Б. изучал денежную экономику. Тема диссертации — «Долгосрочные обязательства, динамическая оптимизация и экономические циклы» (*Long-term Commitments, Dynamic Optimization, and the Business Cycle*). Научным руководителем Бернанке был Стенли Фишер. После получения докторской степени с 1979 по 1985-й преподавал в *Stanford University*. С 1985 до 2002-го — в *Princeton University*, где с 1996-го по 2002-й заведовал кафедрой экономики.

В 2002-м Б. стал членом Правления управляющих Федеральной резервной системой США: в этом качестве он тесно сотрудничал с А. Гринспеном.

В 2006 году президент Джордж Буш предложил Б. пост председателя Федеральной резервной системы США. В американском сенате выбор Буша был одобрен практически единогласно (против назначения был подан только один голос).

Б. придерживается консервативных взглядов на экономику, хотя его коллеги утверждают, что, принимая свои решения он руководствуется не пристрастиями, а фактами.

Блайндер Алан Стюарт (Blinder Alan Stuart) (р. 1945). Американский экономист. Бакалавр (1967) *Princeton University*, магистр (1968) *London School of Economics and Political Science*, доктор философии *Massachusetts Institute of Technology* (1971). С 1971 года

преподает в *Princeton University* (с 1979 года профессор). Лауреат премии Адама Смита (1999).

Брэди Николас (Brady Nicholas). Министр финансов США конца 80-х годов XX века. Его имя существенно в данной книге в связи с так называемыми *Brady bonds* — облигациями, выпущенными во время, когда он находился у власти, в результате реструктуризации просроченного государственного долга развивающихся или слаборазвитых стран.

Эти облигации помогли США успешно завершить многолетние переговоры со странами Латиноамериканского региона о переоформлении в новые облигации их просроченного государственного долга. Примеры: *Brazil C-Bond*, *Argentina FRB-Bond*, *Mexico Pag* и др.

Буш Джордж Герберт Уокер (Bush George Herbert Walker) (род. 1924). 41-й президент США (1989–1993), отец 43-го президента США Джорджа Буша (младшего), постоянный представитель США при ООН (1971–1973), директор ЦРУ (1976–1977), вице-президент США в администрации Рональда Рейгана (1981–1989). В президентство Б. произошел распад Варшавского договора, СЭВ, а затем и Советского Союза (1990–1991). Коалиция во главе с США успешно провела операцию «Буря в пустыне», освободив Кувейт от иракской оккупации (1991).

В своей предвыборной программе Б. обещал продолжить рейгановский курс.

В ноябре 1988 года выиграл президентские выборы у демократа М. Дукакиса и 20 января 1989 года официально вступил в должность главы Белого дома. Во время своего президентства основное внимание уделял решению внешнеполитических вопросов. Разделял представление о США как главном защитнике цивилизации и демократии в современном мире. В декабре 1989-го путем военной интервенции сверг режим М. Норьеги в Панаме. В условиях распада коммунистической системы поддерживал развитие демократических начал в странах Восточной Европы и в СССР (СНГ). Выступил с осуждением путча в Москве в августе 1991 года.

Внутриполитический курс не был столь успешным. Были приняты законы о поддержке инвалидов (1990), об охране окружающей среды (1990) и защите наемных работников от дискримина-

ции (1991). Однако в условиях растущего бюджетного дефицита Б. пришлось пойти на нарушение своего главного предвыборного обещания — не повышать налоги. Закон о бюджетном регулировании 5 ноября 1990 года значительно увеличил налоговое бремя (был введен новый 31 %-ный налог на индивидуальные доходы, повышен ряд прежних налогов). Широко провозглашенная Б. война с наркотиками оказалась малорезультативной из-за недостаточного финансирования. Выступая как поборник традиционных ценностей, сорвал принятие законов о гарантированном отпуске для матерей и о финансировании абортующихся женщин в округе Колумбия.

В 1989 году экономический рост в США прекратился, а в 1990-м начался спад. Это стало главной причиной падения популярности Б., несмотря на его внешнеполитические успехи (особенно победу над Ираком). На президентских выборах в ноябре 1992-го потерпел поражение от демократа Б. Клинтона.

В

Волкер Пол (Volcker Paul Adolph) (р. 1927). Американский экономист, председатель Консультативного совета при президенте США по экономическому восстановлению (с 6 февраля 2009 года) в администрации Барака Обамы. Ранее занимал должности заместителя министра финансов США по валютным вопросам (1969–1974), президента Федерального резервного банка Нью-Йорка (1975–1979) и председателя правления Федеральной резервной системы США (1979–1987).

В 1949 окончил *Princeton University*. В 1951 году получил степень магистра в школе управления *Harvard University*. Работал экономистом в *Chase Manhattan Bank* (1956–1961), в Министерстве финансов США (1962–1965). В 1974–1975 годах был сотрудником Школы общественных и международных исследований имени Вудро Вильсона в *Princeton University*.

После работы в ФРС США В. стал председателем правления инвестиционной компании *Wolfensohn & Co*. В 1995-м, после назначения основателя фирмы Джеймса Вулфенсона председателем Всемирного банка, В. стал исполнительным директором.

Вновь избранный президентом США Барак Обама предложил 26 ноября 2008 года создать Консультативный совет по экономическому восстановлению при президенте США, возглавить который должен В. Указ о создании Совета и назначении В. его председателем Барак Обама подписал 6 февраля 2009 года.

Г

Гейтнер Тимоти Франц (Geithner Timothy Franz) (р. 1961). Американский экономист и финансист, 75-й министр финансов США (с 26 января 2009 года), девятый президент *New York Federal Reserve Bank* (2003–2009). Окончил бакалавриат по государственному управлению и азиатским исследованиям в *Dartmouth College* (1983), магистратуру по международной экономике и исследованиям Восточной Азии в *School of Area and International Studies, John Hopkins University* (1985).

После университета три года отработал в компании *Kissinger and Associates* в Вашингтоне и в 1988 году поступил на работу в отдел международных дел американского Казначейства. В 1995–1996 годах — заместитель помощника секретаря по денежной и финансовой политике, в 1996–1997-м — старший заместитель помощника секретаря по международным делам, в 1997–1998-м — помощник секретаря по международным делам.

В дальнейшем занимал должности заместителя по международным делам министра финансов США (1998–2001) при министрах Роберте Рубине и Лоуренсе Саммерсе. В 2001–2003 годах работал в Международном валютном фонде директором Департамента развития и анализа политики. С 2002 года — старший научный сотрудник отделения международной экономики Совета по международным отношениям.

В октябре 2003 года был утвержден на посту президента *New York Federal Reserve Bank*, что также способствовало его утверждению заместителем председателя Федерального комитета по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы США. В 2006 года также стал членом «Группы тридцати» (*The Group of Thirty*).

В марте 2008 года именно Г. организовывал спасение и продажу инвестиционного банка *Bear Stearns*.

Гейтс Билл (*Gates William Henry*) (р. 1955). Американский бизнесмен. В 1972 с Полом Алленом основал компанию по анализу уличного движения *Traf-O-Data* и использовал для обработки данных компьютеры. В начале 1975-го совместно с Алленом написал для первого серийного компьютера «Альтаир» компании *MITS* интерпретатор — служебную программу-переводчик с «человеческого» языка программирования на язык машинных кодов. Г. и Аллен заключили с владельцем *MITS* соглашение, по которому их программные средства распространялись вместе с компьютером, и основали компанию *Microsoft*.

В 1976-м Г. ввел в практику продажу лицензий на свои программные средства непосредственно производителям компьютеров, что позволяло им «встраивать» в компьютеры эти программы — операционные системы и языки программирования. Это новшество в области маркетинга резко увеличило доходы фирмы. И хотя компания *MITS* вскоре прекратила свое существование, *Microsoft* смогла привлечь новых заказчиков — достаточно прочно вставшие на ноги *Apple* и *Commodore*, а также компанию *Tandy*.

В 1980 году фирма *IBM* предложила *Microsoft* создать языки программирования для ее нового персонального компьютера, в конечном счете получившим известность как *IBM PC*. Г. приступил также к разработке операционной системы для нового компьютера. Операционная система фирмы *Microsoft* (*MS-DOS*) базировалась на *86-DOS*, которая была независимо разработана Т. Патерсоном и приобретена *Microsoft* в 1981 году.

Успех *IBM PC* и *MS-DOS* привел в дальнейшем к тому, что и архитектура *Intel*, и компьютеры *IBM*, и программы *Microsoft* фактически стали отраслевыми стандартами.

Компания *Microsoft* явилась ведущим разработчиком программного обеспечения для персонального компьютера *Apple Macintosh* с его альтернативным графическим интерфейсом. В 1988 году *Microsoft* создала собственный графический интерфейс — *Windows*. К 1995-му примерно в 85% персональных компьютеров во всем мире использовалось программное обеспечение фирмы *Microsoft*.

В 1995-м операционная система была дополнена средством доступа в Интернет — *Internet Explorer*.

К 1995-му численность персонала *Microsoft* достигла почти 18 тыс. человек, годовой выпуск составил 200 программных продуктов, а доходы вышли на уровень 6 млрд долларов.

Как глава фирмы *Microsoft* и держатель основного пакета ее акций, Г. стал к 1998-му самым богатым человеком в мире. Свои представления о будущем компьютеров и их применениях он изложил в книгах «Предстоящий путь» (*The Road Ahead*) (1995) и «Бизнес со скоростью мысли» (*Business @ The Speed of Thought*) (1999).

Гринспен Алан (*Greenspan Alan*) (род. 1926). Американский экономист, председатель Федеральной резервной системы США (1987–2006).

Учился в *The State University of New York*. В 1948-м получил степень бакалавра. в 1950-м — степень магистра экономики. В 1954-м вместе с Уильямом Таунсендом основал консалтинговую компанию «Таунсенд-Гринспен». В 1974–1977 годах — председатель Совета экономических советников при президенте США. В 1981–1983 — председатель Национальной комиссии по реформе системы социального страхования. В 1987 году назначен председателем совета управляющих Федеральной резервной системы после отставки Пола Волкера.

Гувер Герберт Кларк (*Hoover Herbert Clark*) (1874–1964). 31-й президент США от Республиканской партии (1929–1933), министр торговли (1921–1928), глава Американской администрации помощи (АРА) (1919–1923), крупный промышленник. Был пайщиком и директором предприятий во многих странах, в том числе в царской России. Пребывание Г. на посту президента совпало с мировым экономическим кризисом, который с особой силой поразил США.

В ходе встреч с президентами железнодорожных компаний и финансовыми, промышленными, торговыми и профсоюзными лидерами Г. предсказывал продолжительный кризис и появление 2–3 млн безработных. Он предупреждал лидеров, что именно на них лежит основная ответственность за предотвращение катастрофы. Г. убеждал предпринимателей не снижать уровень производства и заработную плату, а профсоюзных деятелей уговаривал не наста-

ивать на повышении оплаты труда. Весной 1930 года Конгресс выделил по плану Г. 750 млн долларов на общественные работы, и несколько месяцев предприниматели были верны обещанию поддерживать производство и не снижать заработную плату. Однако начиная с мая-июня 1930 года, с утратой рынков сбыта, они все же были вынуждены сократить производство. Увеличение числа безработных резко сократило общий фонд заработной платы. Весной 1931-го несколько увеличилось промышленное производство, приостановилось банкротство банков, медленно пошла вверх кривая занятости, но развитие событий за рубежом не способствовало улучшению ситуации. Обеспечив поддержку в Конгрессе, Г. внес предложение о введении моратория на выплату всех видов задолженности по иностранным займам и репарациям, полагая, что экономический кризис имеет преимущественно зарубежные корни. Федеральное фермерское управление не справилось с ростом излишков в результате сокращения спроса на внутреннем и внешнем рынках. Попытка уговорить фермеров добровольно сократить производство не имела большого успеха, чем просьба сохранить уровень промышленного производства. В конце 1931-го Г. был вынужден пойти на увеличение доли государственной помощи. В январе 1932-го по инициативе президента Конгресс принял решение о создании корпорации финансирования реконструкции для выдачи займов на спасение железных дорог, банков, кредитно-строительных ассоциаций и других финансовых институтов. В январе 1932 года Г. утвердил ассигнования Конгресса банкам, но категорически возражал против прямой федеральной помощи безработным. В июле Конгресс принял закон об оказании прямой помощи физическим лицам и о значительном расширении общественных работ, но президент наложил на него вето, объявив «непрактичным», «опасным» и «дискредитирующим всю нашу концепцию правления». По предложению президента Конгресс затем принял закон, уполномочивающий корпорацию финансирования реконструкции выдать заем в 300 млн долларов тем штатам, чьи резервы исчерпаны, и 1 млрд 500 млн — штатам и муниципалитетам на проведение самоокупающихся общественных работ.

К началу кампании за переизбрание в 1932 году все говорило против Г.: уровень промышленного производства составлял 50%

от уровня середины 1929-го, многим предприятиям грозило закрытие, 12 млн человек оставались безработными. Тем не менее президент настаивал на том, что прямая федеральная помощь деморализует граждан. Все большая часть общественности считала его позицию жестокой и бесчеловечной. Многие считали, что Г. выступает против подачек безработным, но за подачки бизнесменам.

Поражение на выборах стало неминуемым. Кандидат демократов Ф. Рузвельт получил 472 голоса выборщиков против 59 за Гувера.

Гэлбрейт Джон Кеннет (Galbraith John Kenneth) (1908–2006). Американский экономист. Окончил *University of Toronto* (1931), *The University of California, Berkeley* (1934). Вплоть до 1942 года преподавал курс экономики в *Harvard University*, а затем в *Princeton University*. В годы рузвельтовского «нового курса» работал в президентской администрации, разрабатывал программы сокращения безработицы и развертывания общественных работ. Во время Второй мировой войны возглавлял Бюро по контролю над ценами, главной целью которого была борьба с инфляцией. В 1949-м вернулся в *Harvard University*, где преподавал до 1975 года.

В 1952-м входил в предвыборный штаб лидера демократической партии Э. Стивенсона, однако к концу 1950-х стал известен как активный сторонник Дж. Кеннеди (был одним из его советников) и затем Л. Джонсона. Занимал пост посла США в Индии (1961–1963). По просьбе Джонсона разработал программу борьбы с бедностью (программа «Великого общества»). Был активным противником войны во Вьетнаме в конце 1960-х годов, сторонником политики разрядки и идеи «конвергенции» стран с различным экономическим строем. В 1967–1968 годах возглавлял организацию «Американцы за демократическое действие» (*Americans for Democratic Action, ADA*).

Г. — автор целого ряда работ по экономике, отличающихся высокими литературными достоинствами. На становление его как ученого повлияли Т. Веблен и Дж.М. Кейнс. Г. стал известен после публикации своего первого крупного труда — «Американский капитализм: концепция уравнивающей силы» (*American capitalism: The Concept of countervailing power*) (1951), где нашли выра-

жение его леволиберальные взгляды. Вторая из наиболее известных книг Г. — «Общество изобилия» (*The affluent society*) — вышла в 1958 году. Лучшим его трудом признано «Новое индустриальное общество» (*The new industrial state*) (1967).

Среди других работ Г. — «Анатомия власти» (*The Anatomy of power*) (1983), «Экономика в перспективе: критическая история» (*Economics in perspective: A critical history*) (1987), «Культура удовлетворенности» (*The culture of contentment*) (1992).

Д

Де ла Мадрид Уртадо Мигель (*de la Madrid Miguel*) (род. 1934). Мексиканский политик, связанный с Институционно-революционной партией, занимал пост президента Мексики с 1982 по 1988 год.

М. окончил со степенью бакалавра в области права Мексиканский национальный университет и получил степень магистра в области государственного управления в *Kennedy School of Government, Harvard University* в Соединенных Штатах.

Работал в Мексике в Центральном банке и в Секретариате финансов в 1965 году, а с 1970 по 1972-й — в *Petróleos Mexicanos*, государственной нефтяной компании, после чего занимал несколько государственных должностей в правительстве Луиса Эчеверриа. В 1976 году вошел в кабинет Хосе Лопеса Портильо, заняв должность секретаря по бюджету и планированию.

Был президентом после Лопеса Портильо, выиграв выборы, которые состоялись 4 июля 1982 года и вступив в должность в декабре 1983 года.

Джен Стивен (*Jen Stephen*). Специалист по валютным стратегиям банка *Morgan Stanley*. Известно его высказывание в отношении «плана Полсона»: «Государственные инвестиции в проблемные бумаги банков на сумму 700 млрд долларов чреваты тем, что в результате этой операции правительство потеряет деньги».

Диас Порфирио (*Díaz Porfirio*) (1830–1915), также Порфирио Диас де ла Крус (*Díaz de la Cruz*). Президент Мексики. Получил юридическое образование, участвовал в Американо-мексиканской войне (1846–1848), активно поддерживал Хуареса, командовал

отрядами национальной армии во время французской интервенции (1861–1867). В 1876 году Д. пришел к власти в результате государственного переворота. Был избран на этот пост в 1876-м. Оставался президентом до 1911-го, за исключением краткого периода с 1880-го по 1884-й. Выдвинув лозунг «Мир и порядок», привлек в страну капиталы США и Великобритании. Д. удалось создать образ Мексики как стабильной и безопасной страны. В 1910 году, после пышных торжеств по поводу празднования 100-летия независимости страны, началось вооруженное выступление против режима Д. во главе с Франсиско Мадеро. Военные нанесли ряд поражений войскам Д., и весной 1911 года он вынужден был уйти в отставку.

Дорнбуш Рудигер (Dornbusch Rüdiger) (1942–2002). Американский экономист немецкого происхождения. Лицензиат Женевского университета (1966), доктор философии (1971) *University of Chicago*. Преподавал в Чикаго, *University of Rochester*, а также в *Massachusetts Institute of Technology* (1975–2002). Лауреат премии Бернхарда Хармса (1992). Почетный член Мюнхенского центра экономических исследований (1998).

Основные произведения: «Стабилизация, долг и реформа: анализ политики развивающихся стран» (*Stabilization, Debt, and Reform: Policy Analysis For Developing Countries*) (1993), «Макроэкономика» (*Macroeconomics*) (2000, в соавторстве с С. Фишером и Р. Старцем).

Е

Екатерина II Великая (Екатерина Алексеевна, Sophie Auguste Friederike von Anhalt-Zerbst-Dornburg) (1729–1796). Императрица всероссийская (1762–1796). Период ее правления часто считают «золотым веком» Российской империи. Сенат Российской империи, с подачи Григория Орлова, хотел присвоить ей почетный титул Великой, Премудрой и Матери Отечества, но Е. от титула решительно отказалась.

В 1744 году приглашена в Россию императрицей Елизаветой Петровной. Вскоре приняла православие и была обручена с великим князем Петром Федоровичем, наследником российского престола. В 1745-м вступила с ним в брак, в 1754-м родила сына (будущего

императора Павла I). С воцарением мужа в 1761 году стала императрицей. В результате заговора гвардейских офицеров и осуществленного ими 28–29 июня 1762 года государственного переворота Петр III был свергнут с престола, а через несколько дней убит в Ропше. Е. была провозглашена самодержавной императрицей и вскоре короновалась.

В царствование Е. существенно изменилась внутренняя и внешняя политика России: в частности, проведена секуляризация церковных имений, приглашены иностранцы-колонисты.

Е. внесла заметный вклад в развитие просвещения и культуры. Было начато создание системы общего образования, в том числе женского. В 1764 году Е. учредила спец. заведение для обучения и воспитания благородных девиц (Смольный институт). Начала работать первая в России публичная библиотека, было учреждено Вольное экономическое общество.

К

Кавальо Доминго Фелипе (*Cavallo Domingo Felipe*) (род. 1946). Аргентинский экономист и политический деятель, министр финансов Аргентины (1991–1996), автор так называемого Плана конвертации Доминго Кавальо, при котором была установлена валютная привязка песо к доллару 1:1. Президент Аргентины Карлос Менем уволил его 26 июля 1996 года. Окончил экономический факультет *Universidad de Buenos Aires, UBA* (Национального университета в Буэнос-Айресе). Образование продолжил в *Harvard University*. Был директором Центрального банка. Одно время занимал пост министра иностранных дел, но на дипломатическом поприще успехов не снискал.

Карденас Куаутемок (*Cardenas Cuauhtemoc*) (род. 1934). Мексиканский политический деятель, сенатор от штата Мичоакан (1976), губернатор этого штата (1980–1986). Родился в семье генерала Ласаро Карденаса, президента Мексики (1934–1940), самого популярного государственного деятеля в новейшей истории страны.

Политическую деятельность К. начал в 1951 году. На президентских выборах поддерживал оппозиционного кандидата гене-

рала Гусмана. В 1959-м вместе с отцом организовал Национальное освободительное движение (НОД), заявившее о необходимости реформ и поддержки кубинской революции.

К. не устраивала политика президента Мигеля де ла Мадрида (1982–1988), опиравшегося на крупный капитал внутри страны и в США. Кроме того, К. считал, что правящая партия по своему устройству недемократична. В 1986-м вместе с Порфирио Муньосом Ледо, еще одним реформистским лидером ИРП, создал оппозиционную фракцию — Демократическое движение. После того как в 1987 году его и других членов Демократического движения исключили из ИРП, организовал Национально-демократический фронт, заявив, что намерен участвовать в президентских выборах, и вступил в борьбу с Карлосом Салинасом де Гортари, которого президент назвал своим преемником.

В 1988 году, в ходе президентских выборов, К. предлагал наложить мораторий на выплату огромного иностранного долга Мексики и выступал против курса на приватизацию ряда отраслей промышленности. На выборах Салинас получил 50,5% голосов, К. — 31%, а Мануэль Клоутьер из Партии «Национальное действие» (ПНД) — 17%. Многие иностранные наблюдатели и видные граждане Мексики заявили, что результаты выборов были фальсифицированы. Приверженцы К. и Клоутьера вышли на улицы. Но в сентябре 1988 года палата депутатов Мексики формально утвердила Салинаса на посту президента. Тогда К. и другие деятели Национального демократического фронта объединились с членами Мексиканской социалистической партии (МСП) и рядом небольших политических групп, создав Партию демократической революции (ПДР).

После выборов 1988 года десятки активистов ПДР были убиты или арестованы. Местные выборы 1989–1990 годов сопровождались обвинениями в сплошной фальсификации их результатов.

На выборах в августе 1994 года К. занял третье место, собрав 16% голосов. В 1997-м он одержал победу над правительственным кандидатом в борьбе за пост мэра Мехико, однако в 2000-му уступил на выборах кандидату из ПДР Андресу Мануэлю Лопесу.

Кейнс Джон Мейнард (Keynes John Maynard) (1883–1946). Английский экономист. Учился в *Eton College*, затем в *King's College of*

Cambridge University, который окончил в 1905 году. Затем в течение года изучал экономику под руководством А. Маршалла и А. Пигу. В 1906 получил назначение в Управление по делам Индии. Свободное время посвящал изучению теории вероятностей и индуктивного метода, в 1908-м получил должность в *King's College*, а его диссертация времени, дополненная и исправленная, была опубликована в 1921 году под названием «Трактат о вероятности» (*A Treatise on Probability*).

В 1908 году К. начал преподавать на экономическом факультете *Cambridge University*. В 1913-м вышла его книга «Денежное обращение и финансы Индии». Перед самым ее выходом в свет автору предложили занять должность секретаря Королевской комиссии по индийским финансам и денежному обращению. Во время Первой мировой войны К. был приглашен на работу в Казначейство (Министерство финансов), где отвечал за отношения с союзниками и валютные резервы. Был направлен представителем министерства на Парижскую мирную конференцию, выступал против взыскания репараций с Германии, считая это решение шагом к дестабилизации экономики Европы. Свои взгляды выразил в книге «Экономические последствия Версальского договора» (*The Economic Consequences of the Peace*), благодаря которой получил широкую известность.

Вернувшись к обязанностям преподавателя в *King's College*, К. продолжал исследования экономического положения в Европе, в частности в своей работе «Пересмотр мирного договора» (1922) и серии статей в приложениях к *The Manchester Guardian*, вышедших под общим названием «Восстановление Европы» (1922). В «Трактате о денежной реформе» (*A Tract on Monetary Reform*) (1923) исследовал проблемы денежной реформы и безработицы.

В 1911–1944 годах выполнял обязанности редактора *Economic Journal*, опубликовал большое количество статей в крупнейших газетах.

В течение 1920-х годов К. занимался исследованием экономических проблем, которые нашли отражение в его трудах «Трактат о деньгах» (*Treatise on Money*) (1930) и «Общая теория занятости, процента и денег» (*The General Theory of Employment, Interest and Money*) (1936). К. доказывал несостоятельность концепции саморегулиру-

ющейся экономики и предлагал ряд мер по кредитованию, денежному обращению и обеспечению занятости населения. Развивал идею о психологическом стимулировании спроса и рыночных предпочтений индивидов как факторе государственного регулирования экономики. Вернувшись на службу в Министерство финансов вскоре после начала Второй мировой войны, стал консультантом по большинству важнейших проблем, касающихся функционирования экономики в условиях военного времени и послевоенного восстановления, разработал план создания международной организации, получившей название «Клиринговый союз». Многие идеи этого плана позднее нашли воплощение в уставе Международного валютного фонда. В июне 1942-го К. стал членом палаты лордов как барон Тилтон, в 1943–1944 годах принимал участие в подготовке и принятии соглашения в Бреттон-Вудсе о создании МВФ и Международного банка реконструкции и развития (Всемирного банка).

Клинтон Билл (Уильям Джефферсон) (Clinton William «Bill» Jefferson) (род. 1946). 42-й президент США от Демократической партии (1993–2001). До своего избрания на пост президента Клинтон дважды избирался губернатором штата Арканзас.

Во внешнеполитической области президент на первых порах продолжал курс Буша, однако в 1994 году появились признаки новой политики. Потенциально опасный спор с Северной Кореей о ядерном вооружении завершился на дружелюбной ноте, когда правительство этой страны пообещало оказать помощь в модернизации северокорейских ядерно-энергетических установок. Политика в отношении Гаити резко изменилась в июле 1994, когда К. добился согласия Совета безопасности ООН на вторжение с целью восстановления в стране демократического правления. Насильственных действий удалось избежать, убедив диктаторское правительство Гаити согласиться на оккупацию страны американскими вооруженными силами. К. жестко отреагировал на угрозу Ирака вторгнуться в Кувейт. В октябре 1994 года он направил тысячи солдат и сотни самолетов в Персидский залив и вынудил иракцев отвести войска от границы с Кувейтом.

Решающую роль в переизбрании президента сыграл его основной успех во внутренней политике — стабильный экономи-

ческий рост при сравнительно высоком уровне занятости. На выборах 1996 года К. стал первым со времен Рузвельта президентом-демократом, избранным на второй срок.

В июле 1997 года ему удалось согласовать с республиканским большинством в Конгрессе ориентацию законодательства на достижение сбалансированного бюджета к 2002 году.

К. одержал победу в сфере международных отношений в мае 1997-го, когда было достигнуто решение о принятии некоторых стран Восточной Европы в НАТО. Во внутренней политике ему удалось уже в 1998-м, за три года до намеченного срока, представить на утверждение Конгресса полностью сбалансированный бюджет.

В сентябре 1998 года прокурор Кеннет Старр обвинил президента в злоупотреблении властью, лжи и препятствовании отправлению правосудия. В декабре 1998 года палата представителей вынесла решение об импичменте. В феврале 1999-го, после долгого разбирательства в сенате, с К. были сняты все обвинения.

В марте-июне 1999 года США приняли участие в массированных бомбардировках Югославии силами НАТО после отказа Сербии подписать мирный договор по Косово. В октябре 1999 К. не удалось провести в сенате ратификацию Договора о полном запрещении испытаний ядерного оружия. К числу несомненных достижений К. на последнем этапе его президентской карьеры следует отнести проведенное через сенат решение о придании отношениям с КНР статуса «нормальных торговых отношений», осуществляемых на постоянной основе.

Колосио Мурриета Луис Дональдо (Colosio Murrieta Luis Donald) (1950–1994). Мексиканский политик. С 1967 года обучался в Институте технологий и высшего образования в Монтеррее (*Tecnológico de Monterrey, исп.*). В 1972 году стал лицензиатом экономики. 1975–1976 году обучался в *University of Pennsylvania* (США). С 1979 года — докторант в Международном институте прикладного системного анализа (*International Institute for Applied Systems Analysis, IIASA, Вена, Австрия*).

С 1980 года — профессор экономики в *El Colegio de México, Universidad Nacional Autónoma de México*, Северо-мексиканском университете *Anáhuac*.

Вступил в Институционно-революционную партию Мексики в 1968 году. В 1985-м избран депутатом Национального конгресса. С 1987 года — член Национального исполнительного комитета ИРП Мексики. С 1988-го — сенатор от штата Сонора. В 1988–1992 годах — председатель ИРП. 13 апреля 1992 года Президент Карлос Салинас де Гортари назначил К. секретарем (министром) по социальному развитию Мексиканских Соединенных Штатов.

В ноябре 1993 года ИРП объявила о выдвижении К. на пост Президента Мексики. Вечером 23 марта 1994 года был убит Марио Абурто Мартинесом в Ламос Тауринас, в Тихуане.

Л

Ламонт Норман (Lamont Norman) (род. 1942). Канцлер казначейства Великобритании (28 ноября 1990 — 27 мая 1993).

Эта должность примерно соответствует должностям министра финансов или секретаря казначейства в других странах. В самой Великобритании члена кабинета правительства, занимающего эту должность, зачастую называют канцлером.

Лукас Роберт (Lucas Robert) (род. 1937). Американский экономист, в 1995 году удостоен Нобелевской премии по экономике. Учился в *University of Chicago*, продолжил учебу в *The University of California, Berkeley*. Вернувшись в *University of Chicago*, в 1964-м получил там степень доктора наук по экономике. В 1970 году стал профессором *Carnegie Mellon University*, в 1975-м — профессором, а в 1986-м — деканом экономического факультета *University of Chicago*. С 1988-го — главный редактор *Journal of Political Economy*.

Работы Л. посвящены теории несовершенной информации, инфляции и занятости, экономическому росту и экономической политике. Автор концепции «рациональных ожиданий», глава «новой школы». Среди трудов ученого — «Рациональные ожидания и эконометрическая практика» (*Rational expectations and econometric practice*) (1981, совместно с Т. Сарджентом), «Исследования по теории делового цикла» (*Studies in business-cycle theory*) (1981), «Модели циклов деловой активности» (*Models of business cycles*) (1985), «Рекурсивные методы в исследовании экономической динамики» (*Recursive methods in economic dynamics*) (1989) и др.

М

Макчесни Мартин (младший) Уильям (McChesney Martin Jr., William) (1906–1998). Американский экономист, занимал пост председателя ФРС с 1951 по 1970 год. Его пребывание в должности главы ФРС было самым длительным в истории Центрального банка. Он тщательно охранял независимость ФРС от президента и Конгресса и вырабатывал политику на основании анализа данных и конкретных свидетельств из всех округов, где имеются федеральные резервные банки. Эта практика существует по сегодняшний день.

Маршалл Альфред (Marshall Alfred) (1842–1924). Английский экономист, лидер неоклассического направления в экономической науке, представитель Кембриджской школы экономики. Окончил *Eton College* и *Cambridge University* (1865). Преподавал математику в *Cambridge*, политическую экономию в *Bristol College*, с 1885 по 1908-й возглавлял кафедру политэкономии в своем родном университете.

Главным вкладом М. в экономическую науку является соединение классической теории и маржинализма. Он считает, что рыночная ценность товара определяется равновесием предельной полезности товара и предельных издержек на его производство. Графическим эквивалентом данного положения является знаменитый график, именуемый «крест Маршалла» или «ножницы Маршалла».

Дж. М. Кейнс считал, что общая идея, лежащая в основе утверждения М. о том, что ценность устанавливается на равновесном уровне спроса и предложения, является эквивалентом системы Вселенной Коперника. М. ввел в экономическую теорию категории «эластичность спроса», «излишек потребителя». Главное произведение — «Основы экономической науки».

Махатхир Мохамад (Mahathir) (род. 1925). Премьер-министр Малайзии в 1981–2003 годах. При нем Малайзия превратилась из страны со слабо развитой аграрной экономикой в одного из «азиатских тигров». Пропагандировал «азиатские ценности» в пику западным, возглавлял международное движение неприсоединения.

В связи с азиатским кризисом 1997 года возложил всю вину на своего министра финансов Анвара Ибрагима, который был вскоре привлечен к уголовной ответственности по обвинению в содомии. Инициированная Мохамадом травля своих политических противников вызвала протесты неправительственных организаций.

Мейджор Джон Рой (Major John Roy) (род. 1943). Премьер-министр Великобритании, банкир, член Консервативной партии. В 1968–1971 годах работал в органах муниципальной власти. В феврале-октябре 1974-го боролся за место в парламенте и наконец добился права выставить свою кандидатуру в Хантингдоне. На всеобщих выборах 1979-го был избран членом палаты общин.

В 1983-м М. стал помощником Маргарет Тэтчер в парламенте. В 1987-м был назначен главным секретарем Министерства финансов (распорядителем бюджета). Через два года стал министром иностранных дел, а в октябре 1989-го сменил Н. Лоусона на посту министра финансов.

Когда Тэтчер отошла от руководства партией, М. был избран ее преемником, а 28 ноября 1990-го занял пост премьер-министра, на котором пребывал до 1997 года.

Меллон Уильям Эндрю (Mellon Andrew William) (1855–1937). Американский финансист, глава финансово-промышленной империи, государственный деятель.

Трудовую деятельность М. начал в банковском учреждении «Томас Меллон и сыновья» в родном городе, стал совладельцем фирмы, которая в дальнейшем переросла в кредитно-финансовый центр *The Mellon National Bank*, президентом которого он стал в 1902 году. Затем М. занимал пост директора нескольких финансовых и промышленных корпораций (угледобывающих, нефтяных, алюминиевых), основал город Донора в Пенсильвании, где построил крупный сталелитейный завод. М. в 1921–1932 годах был министром финансов США — при трех последовательных президентах: У. Гардинге, К. Кулидже и Г. Гувере. Среди его главных достижений — погашение европейских долгов и снижение государственного долга США. В 1932–1933 годах — посол США в Великобритании.

Менем Карлос Саул (Menem Carlos Saul) (род. 1930). Президент Аргентины (1989–1999). Правительство М. проводило либеральную политику и отличалось опорой на власть президентских указов, что ущемляло права конгресса и судебных властей. После конституционной реформы, благодаря которой М. получил возможность баллотироваться на второй срок и на выборах в июле 1995-го ему было отдано около 50% голосов.

Во внешней политике М. придерживался курса на политическое и экономическое сближение с США и Великобританией. М. поддерживал экономическую интеграцию Аргентины с партнерами по МЕРКОСУР (Южноамериканскому общему рынку, созданному в 1991) — Бразилией, Уругваем и Парагваем. Другие его достижения — существенное снижение затрат на оборону, военную промышленность, восстановление гражданского контроля над армией.

В 1994–1995 годах последствия финансового кризиса в Мексике достигли Аргентины и привели к кризису экономики и росту безработицы. Однако положение так называемого менемизма — сочетания популизма с неолиберальным акцентом на рыночных принципах — оказалось достаточно прочным. Ситуация в экономике продолжала ухудшаться, и в конце 1995-го М. обратился к конгрессу с просьбой предоставить ему чрезвычайные полномочия для ускорения реформ. Конгресс предоставил ему такие полномочия в 1996 году, после чего правительство повысило налоги, ускорило приватизацию государственных предприятий и сократило количество государственных служащих. В 1997 году партия М., обвиненная в коррупции и повышении уровня безработицы в стране, потеряла большинство в нижней палате Конгресса. В 1999-м М. проиграл президентские выборы, уступив кандидату партии Альянс Фернанду де ла Руа.

Морган Джон Пирпонт (Morgan J. P.) (1837–1913). Американский предприниматель, банкир и финансист. Родился в семье Дж. С. Моргана, основателя банкирского дома «Дж. С. Морган & К°» в Лондоне, и Джульетт Пирпонт. Получил образование в *Georg-August-Universität* (Геттингенский университет).

После работы в различных финансовых компаниях в 1871 году М. стал партнером в фирме «Дрекслер, Морган & К°». После

смерти партнера в 1893 году фирма была преобразована в банкирский дом «Дж. П. Морган & К°» (Нью-Йорк). В союзе с зависимыми от него банками в Филадельфии, Париже и Лондоне, дом на то время являлся крупнейшей финансовой компанией в мире.

Банк М. контролировал строительство железных дорог, участвовал в создании крупнейшей сталелитейной компании *United States Steel Corp.*, электротехнической фирмы *General Electric*, финансировал пассажирские перевозки в Атлантике.

Н

Неру Джавахарлал (*Nehru Jawaharlal*) (1889–1964). Премьер-министр Индии. Окончил *Harrow School* и *Trinity College of Cambridge University*. Посещал лекции в *Inner Temple*. В 1912-м возвратился в Индию, был избран делегатом Банкипурского съезда Индийского национального конгресса (ИНК). Занимался юридической практикой. Впервые встретился с Мохандасом Ганди в 1916 году. С 1923 по 1925-й был генеральным секретарем ИНК и одним из председателей Аллахабадского муниципалитета. В 1927-м участвовал в Конгрессе угнетенных народов в Брюсселе как делегат от ИНК.

Н. переизбирался президентом ИНК в 1929-м и вновь в 1936-м, 1937-м, 1946-м, 1951–1954 годах. В сентябре 1946-го был назначен вице-председателем переходного правительства Индии, получил портфели министра иностранных дел и министра по делам Содружества. 15 августа 1947 года стал премьер-министром доминиона Индии, остался главой кабинета после того, как в январе 1950-го страна получила независимость. Н. сохранил этот пост после первых всеобщих выборов в 1951–1952 годах, вернувших ИНК к власти. В 1959-м пограничный спор Индии с Китаем едва не привел к вооруженному столкновению, и Н. занял жесткую позицию, предупредив, что Индия в случае необходимости прибегнет к силе для защиты своей территориальной целостности.

Среди книг Н. — «Взгляд на мировую историю» (*Glimpses of World History*) (1934), «Автобиография» (*An Autobiography*) (1936), «К свободе» (*Toward Freedom*) (1941) и «Открытие Индии» (*The Discovery of India*) (1946).

Никсон Ричард Милхаус (Nixon Richard Milhouse) (1913–1994), 37-й президент США от республиканской партии, вице-президент в администрации Эйзенхауэра (1953–1961). На выборах 1960 года первый раз баллотировался от республиканцев в президенты, однако потерпел поражение от Джона Кеннеди. В 1968 и 1972 годах избирался на президентский пост (единственный американский политик, избранный на два срока вице-президентом, а впоследствии на два срока президентом).

Н. — единственный президент США, досрочно прекративший свои полномочия и подавший в отставку. Это случилось после скандала, известного как «Уотергейт», и обвинений, грозивших ему импичментом. Н. обычно относят к числу самых одиозных президентов (хотя и подчеркивая противоречивость фигуры: внешнеполитические успехи, жесткий и в общем эффективный стиль управления).

П

Перо Росс (Perot Ross) (род. 1930). Американский бизнесмен, филантроп, консервативный политик и независимый кандидат на пост президента США в 1992-м и 1996 годах.

В 1984 году за 2,5 млрд долларов продал корпорации *General Motors* принадлежавшую ему фирму по обработке данных, а в 1988-м основал новую фирму сходного профиля.

Участие П. в выборах 1992 года оказало, по мнению многих аналитиков, влияние на их исход, а именно отобрало голоса у Дж. Буша-старшего и принесло победу Биллу Клинтону.

Вновь выдвигался в президенты в 1996-м, но на сей раз не был допущен до теледебатов и получил только 8% голосов (что, впрочем, все равно очень высокий процент для кандидата от третьей партии).

Перон Хуан Доминго (Perón Juan Domingo) (1895–1974), также Хуан Доминго Перон де ла Кока (Perón De La Sosa). Президент и диктатор Аргентины (1946–1955; 1973–1974).

В июне 1943 года высшие военные чины при участии П. совершили государственный переворот. Пришедший к власти генерал Педро Рамирес распустил парламент, запретил многие поли-

тические партии, ввел цензуру, изгнал из армии офицеров, принадлежавших к оппозиционным организациям. П., занимавший посты министра труда (1943–1944), военного министра и вице-президента (1944–1946), вскоре понял, что военному режиму необходима социальная база. На основе консультаций с лидерами профсоюзов была разработана программа реформ в социальной сфере. П. всячески поощрял создание новых профсоюзов, провел реформу законов о труде и социальном обеспечении.

Непосредственную выгоду от своей деятельности П. получил в октябре 1945 года, когда группа офицеров сместила его с поста вице-президента и он был заключен в тюрьму. Тогда профсоюзы фактически блокировали столицу. Мятежные офицеры не смогли сформировать правительство и вынуждены были освободить П. 24 февраля 1946 года он одержал убедительную победу на президентских выборах.

Став президентом, П. предложил новый свод законов о труде и социальном обеспечении и выдвинул программу индустриализации страны. Одновременно были введены фиксированные цены на сельскохозяйственную продукцию. Свобода слова была ограничена, образовательная система подчинена задачам перонистской пропаганды. Государственных служащих поощряли к вступлению в Перонистскую партию, созданную в 1947 году.

Однако именно в армии зрело недовольство властью П. Терпению военных пришел конец в 1954 году, когда П. пришла в голову идея установить контроль над церковью. После неудавшегося мятежа на флоте в июне 1955-го П. чуть ослабил бразды правления, однако вскоре натянул их еще сильнее, чем прежде. Новый мятеж моряков, вспыхнувший в сентябре того же года, был поддержан военно-воздушными силами и частями сухопутной армии. П. был вынужден уйти в отставку и эмигрировать.

В 1972 года вернулся в Аргентину, однако через несколько недель уехал, не сумев уладить разногласия в среде своих сторонников. На выборах 1973 года победил выдвиженец П. — Эктор Кампора. В июне 1973-го П. вновь приехал в Аргентину. Кампора подал в отставку. На новых выборах в сентябре 1973 года П. набрал 62% голосов и стал президентом, а его вторая жена, Мария Эстела Мартинес де Перрон, — вице-президентом.

Пиночет Аугусто (Pinochet Augusto) (1915–2006). Чилийский военный диктатор. Получил образование в военной академии в Сантьяго. Во время правления Эдуардо Фрей Монтальвы был назначен бригадным генералом, при президенте Альенде стал командующим гарнизона города Сантьяго, а в 1973-м был назначен главнокомандующим армии.

В сентябре 1973-го участвовал в свержении Альенде, после убийства последнего занял посты президента и главы государства.

В 1980 году путем референдума, который проходил под контролем хунты, Пиночет смог изменить соответствующую статью конституции и продлил срок своего пребывания у власти еще на восемь лет. После снижения спроса на медь на мировом рынке экономическая ситуация в стране ухудшилась. В 1986-м на П. было совершено покушение, после чего Чили было объявлено на осадном положении.

Под давлением извне и со стороны его собственных помощников в конце 1980-х годов начались реформы демократического характера. На плебисците в октябре 1988 года П. было отказано в праве продлить срок президентства после его окончания в марте 1990-го. В декабре 1989-го лидер оппозиции Патрисио Эйльвин был избран президентом, выиграв на выборах у ставленника П. Сам П. оставался у власти до 11 марта 1998 года и пресекал попытки расследования преступлений военных. После отставки с поста командующего был назначен пожизненным членом сената.

В октябре 1998-го П. был арестован в Лондоне по требованию испанских властей, обвинявших его в геноциде, терроризме и убийствах испанских граждан, граждан Чили и других стран. Лондонский суд принял решение о его экстрадиции, однако в марте 2000-го министр внутренних дел Великобритании Джек Струоу заявил, что не допустит экстрадиции П. в какую-либо из стран, требующих его выдачи. П. был освобожден из-под домашнего ареста и вернулся в Чили, где Апелляционный суд в июне 2000 года лишил его иммунитета как пожизненного сенатора. 1 февраля 2001 года П. был арестован и помещен под домашний арест, однако уже в апреле 2001-го освобожден решением суда.

Полсон Генри (Paulson Henry) (род. 1946). Министр финансов США с июля 2006-го по январь 2009-го. С 1974 года работал в инвестиционном банке *Goldman Sachs*, в 1999–2006 годах был председателем совета директоров и исполнительным директором компании, являясь ее крупнейшим частным акционером.

Одним из первых шагов П. на посту министра финансов стало налаживание экономических связей с Китаем.

В 2007 года П. выступил с планом оздоровления ипотечного сегмента национальной экономики, согласно которому кредитные организации будут обязаны заморозить плавающие ставки по выданным ранее ссудам на приобретение жилья, что затронуло более миллиона заемщиков, неспособных в установленные кредитными договорами сроки выплатить свои долги.

В сентябре 2008 года П. подготовил *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, более известный под названием «план Полсона», предполагающий выделение займа банкам в размере 700 млрд долларов. Он был отвергнут Палатой представителей, что привело к новому обвалу на биржах, однако в новой редакции Сенат его одобрил 1 октября, на следующий день его поддержала Палата представителей, а 3 октября он был подписан президентом Бушем. В измененном варианте предусматривались налоговые льготы для предпринимателей и среднего класса, а также выделение дополнительных средств для выкупа неликвидных активов.

Потемкин Григорий Александрович (1739–1791). Граф (1774), светлейший князь Таврический, государственный и военный деятель, генерал-фельдмаршал (1784). Один из участников дворцового переворота 1762 года. Фаворит и ближайший помощник императрицы Екатерины II. С 1776-го — генерал-губернатор Новороссийской, Азовской и Астраханской губерний. В 1783 году реализовал свой проект присоединения Крыма к России, за что получил титул светлейшего князя. Много сделал для хозяйственного освоения Северного Причерноморья, руководил строительством Черноморского флота. Президент Военной коллегии с 1784 года. Главнокомандующий русской армией в русско-турецкой войне 1787–1791 годов.

Р

Рейган Рональд Уилсон (Reagan Ronald Wilson) (1911–2004). 40-й президент США (1981–1989), республиканец (хотя оставался демократом вплоть до 1962-го), 33-й губернатор Калифорнии (1967–1975). Победил на президентских выборах в 1980 году действующего президента Джимми Картера и вступил в должность в январе 1981 года. Первый срок правления ознаменовался беспрецедентным давлением на Советский Союз и размещением ядерного арсенала в странах Западной Европы.

Был приверженцем наименьшего вмешательства правительства в регуляцию экономики. Подобных взглядов он придерживался на посту губернатора и успешно их реализовывал. Его экономическая политика — стимулирование производства в сочетании с уменьшением налогов для обеспеченного населения, — позже была прозвана рейганомикой. Пережил попытку покушения (1981). Провел несколько военных операций за рубежом, в том числе на Гренаде и против Ливии. В 1984 году был переизбран на второй срок абсолютным большинством голосов, победив Уолтера Мондейла.

Второй срок президентства был отмечен значительными шагами вперед к окончанию холодной войны. Но администрация Р. была также замешана во множестве скандалов, крупнейшим из которых стало дело «Иран-контрас». Президент придерживался политики «Мир через укрепление», что выражалось в гонке вооружений с СССР и прямой конфронтации с коммунизмом. Он назвал СССР империей зла и открыто поддерживал антикоммунистические движения (в частности польскую Солидарность) по всему миру (Доктрина Рейгана). Позже он провел переговоры с генеральным секретарем ЦК КПСС Михаилом Горбачевым о сокращении ядерного арсенала.

Робертсон Джулиан (Robertson Julian) (род. 1932). Знаменитый американский инвестор, успешный предприниматель и миллиардер, основатель Tiger Management Corp. Его собственный капитал составляет приблизительно 3 млрд долларов, а имя значится в списке самых влиятельных и состоятельных персон планеты. Окончил University of North Carolina.

Специалисты-аналитики утверждают, что именно миллиардер Р. и его продуктивная деятельность стали первопричинами роста и увеличения доходности Tiger Management Corp. с 8 млн долларов в 80-е годы до 22 млрд в 80-е.

Особенного внимания заслуживает инвесторская деятельность Р. в Новой Зеландии. Сегодня ему принадлежат Kauri Cliffs Lodge, Kerikeri, Northland, The Farm at Cape Kidnappers, Hawkes Bay, New Zealand. Территории Cape Kidnappers отличаются от прочих — там есть превосходное гольф-поле самого высокого класса.

Рокфеллер Джон (Rockefeller John D.) (1839–1937). Основатель *Standard Oil Company*, которая в конце XIX века монополизировала перегонку, переработку и продажу нефти и нефтепродуктов в США. В 20-х годах группа заняла второе место среди восьми крупнейших монополистических групп США, уступив первое Морганам. После Второй мировой войны Р. значительно расширили сферу влияния. К началу 70-х годов общая сумма контролируемых активов достигла 124,6 млрд долларов. Ядром современной промышленно-финансовой империи Р. является по-прежнему нефтяная монополия *Standard Oil Company* (Нью-Джерси), переименованная в 1972 году в *Exxon*, а также крупный *The Chase Manhattan Bank*.

В начале 70-х годов группой руководили пять сыновей Джона Рокфеллера-младшего. По американским оценкам, личное состояние семьи Р. колебалось тогда в пределах от 4 млрд до 10 млрд долларов. Роль организационного центра семейных капиталов выполняет компания *Rockefeller Brothers Fund, Inc.* (1946). Она участвует в спекулятивных операциях и скупает акции небольших перспективных фирм.

Финансово-промышленные интересы Р. представлены во многих районах мира. Р. оказывают заметное влияние на политическую жизнь США, и прежде всего на выборы президента и членов Конгресса.

С

Сакс Джефффри Дэвид (Sachs Jeffrey David) (род. 1954). Американский экономист. Получил степени бакалавра (1976), магистра (1978) и доктора философии (1980) в *Harvard University*,

преподавал там же (1980–2002). В 1983-м стал профессором. С 2002 года работает в *Columbia University*. Лауреат премии Б. Хармса (2000).

Один из разработчиков политики «шоковой терапии» в Бразилии, Польше и России. С осени 1991 года по январь 1994-го был руководителем группы экономических советников президента России Бориса Ельцина. В 1998 году С. негативно оценил ряд действий российских реформаторов.

С 2002 года — специальный советник Генерального секретаря ООН по вопросам борьбы с бедностью, прощения долгов беднейшим странам и контроля за распространением болезней в развивающихся странах.

Основные произведения: «Макроэкономика и глобальная экономика» (*Macroeconomics in the Global Economy*) (1993); «Конец бедности: экономические возможности нашего времени» (*The End of Poverty: Economic Possibilities for Our Time*) (2005).

Салинас Де Гортари Карлос (Salinas De Gortari Carlos) (род. 1948). Президент Мексики. Окончил *Universidad Nacional Autónoma de Mexico* (Мексиканский национальный автономный университет). В 1971 году был назначен заместителем директора управления финансами в администрации президента Луиса Эчеверриа Альвареса. Занимал посты в правящей Институционно-революционной партии (ИРП).

В 1978-м стал заместителем директора финансового планирования, в 1979-м — генеральным директором и главным помощником министра по планированию и бюджету Мигеля де ла Мадрида. Когда в 1982-м последний стал президентом, С. сменил его на посту министра.

Перед выборами 1988 года Мигель де ла Мадрид назвал С. своим преемником и кандидатом на президентский пост от ИРП. Заняв президентский пост, С. ускорил процесс приватизации, пустив на продажу государственные банки, сталелитейные заводы и другую государственную собственность.

В 1995 году из-за критики и обвинений в злоупотреблении властью С. уехал из Мексики и поселился в Дублине (Ирландия).

Самуэльсон Пол (Samuelson Paul) (род. 1915). Американский экономист, удостоенный в 1970 году Нобелевской премии по

экономике. В 1935-м окончил *University of Chicago*. Работал в *Harvard University*, а с 1940-го в *Massachusetts Institute of Technology*. Получил степень доктора наук в 1941-м в *Harvard University*, в 1947 году стал профессором *Massachusetts Institute of Technology*. В годы Второй мировой войны и в послевоенный период занимался планированием в ряде государственных учреждений, в том числе в Министерстве финансов. Консультировал корпорацию РЭНД, а также Федеральный резервный банк. В начале 1960-х годов был советником Дж. Кеннеди. После ухода из *Massachusetts Institute of Technology* продолжал заниматься активной научной деятельностью.

Работы Самуэльсона посвящены анализу экономического равновесия, структуре потребления, эффективности и оптимальности. Автор концепций «максимизации полезности», «принципа соответствия», «скрытых предпочтений». Среди его трудов — «Основы экономического анализа» (*Foundations of economic analysis*) (1947), «Экономика: вводный курс» (*Economics: an introductory analysis*) (1948), «Линейное программирование и экономический анализ» (*Linear programming and economic analysis*) (1958, совместно с Р. Дорфманом и Р. Солоу), «Точная модель потребительского кредита с использованием или без использования социальных ассигнований» (*An Exact consumption loan model with or without the social consumption of money*) (1958), «Макроэкономика» (*Macroeconomics*) (1995); «Микроэкономика» (*Microeconomics*) (1995) и др.

Седильо Эрнесто (*Zedillo Ernesto*) (род. 1951). Президент Мексики. Окончил Государственный политехнический институт. В 1973–1974 годах стал стипендиатом Бредфордского университета в Англии. Учился в *Yale University*.

В 1981 году С. был назначен заместителем директора по экономическим исследованиям Мексиканского банка, в 1987-м — заместителем по планированию в правительственном секретариате по планированию и бюджету. Карлос Салинас де Гортари, занявший пост президента в 1988 году, назначил С. министром планирования и бюджета и министром образования.

С. принимал участие в первых в Мексике телевизионных президентских дебатах, выступая в качестве кандидата Институционно-революционной партии (ИРП) против Куаутемока Карденаса, представителя Партии демократической революции

(ПДР), и Диего Фернандеса де Севальоса, представителя партии Национальное действие (ПНД). В августе 1994 года был избран президентом, получив 50,2% голосов.

В конце 1994 года С. обнародовал планы по ограничению роста зарплат, урезанию государственных расходов и расширению участия частного капитала в экономике Мексики и провел девальвацию мексиканской валюты, после чего фондовый рынок обрушился, и экономика страны вошла в фазу депрессии. К весне 1996 года долг Мексики превысил 100 млрд долларов при годовых выплатах в 29 млрд. В течение полутора лет 1,5 млн мексиканцев лишились работы, уровень заработной платы снизился на 50%. Десятки тысяч владельцев ранчо, фермеров и предпринимателей обанкротились. Президент Клинтон разработал в начале 1995 года программу выхода из кризиса, тем не менее ВВП в течение этого года стремительно сократился на 6,2% на фоне роста цен на 52%. Жесткая политика С. улучшила состояние экономики в конце 1996 года, заложив основу для ее роста в 1997-м (прирост 4,8%) и в 1998-м (4,5%).

Серра Пуче Хайме (Serra Puche Jaime) (род. 1955). Мексиканский экономист, министр торговли и промышленности в кабинете Карлоса Салинаса де Гортари, министр финансов в кабинете Эрнесто Седильо, председатель *SAI Consulting* и глава *NAFTA Fund*. С. занимается профессиональной разработкой инвестиционных стратегий для иностранных компаний и консультациями для мексиканских компаний, заинтересованных в интеграции региональных игроков в Северную Америку.

Провел переговоры по выполнению Североамериканского соглашения о свободной торговле (НАФТА); способствовал завершению Уругвайского раунда (Uruguay Round) и созданию Всемирной торговой организации (ВТО); возглавлял переговоры по соглашениям о свободной торговле с Чили, Колумбией, Венесуэлой, Боливией и Коста-Рикой и поощрял создание Федеральной комиссии по вопросам конкуренции.

С. был доверительным управляющим в Йельской корпорации и в настоящее время является сопредседателем в Президентском Совете по международной деятельности *Yale University*. Также входит в состав Трехсторонней комиссии и Американо-мексиканского

двустороннего совета. Он является директором следующих корпораций: *Chiquita Brands International (CQB)*; *The Mexico Fund (MXF)*, *Tenaris (TS)*, *Vitro (VTO)* и *Grupo Modelo (GMOLOC)*.

Получил степень бакалавра политических наук и государственного управления в *Universidad Nacional Autónoma de México*, степень магистра в области экономики в *El Colegio de México* и степень доктора экономики в *Yale University*.

Преподавал ряд курсов в области экономики в *El Colegio de México* (1979–1986) и в *Stanford University* (1982). С 1986 по 1988-й занимал пост заместителя министра финансов в кабинете Мигеля де ла Мадрида. Лауреат Национальной премии в области социальных наук (Мексика, 1986) и Национальной премии по экономике (Мексика, 1979).

Сорос Джордж (Soros George) (род. 1930). Американский финансист и филантроп. Окончил *London School of Economics and Political Science*, где слушал лекции австрийского философа Карла Поппера, идейным последователем которого и стал впоследствии.

1956 год — начало карьеры в международном арбитраже. С. создал новый метод торговли, назвав его внутренним арбитражем (продажа по отдельности комбинированных ценных бумаг акций, облигаций и варрантов прежде, чем они могли быть официально отделены друг от друга). В 1963 году, после введения дополнительного сбора на иностранные инвестиции, С. закрыл свой бизнес. В 1969 году он становится руководителем и совладельцем фонда *Double Eagle*, переросшего впоследствии в знаменитый *Quantum Fund*. В 1997 году, по некоторым данным, С. предпринял успешную атаку против национальных валют ряда стран Азиатско-Тихоокеанского региона — Малайзии, Индонезии, Сингапура и Филиппин, завершившуюся их глубоким экономическим кризисом. Эти государства оказались отброшены в своем развитии на 10–15 лет назад. Следующим объектом воздействия С. стал Китай, но местным специалистам удалось воспрепятствовать атаке.

В 1997 году С. вместе с Потаниным создал офшор *Mustcom*, который заплатил за 25% акций ОАО «Связьинвест» 1,875 млрд долларов, но после кризиса 1998 года цена акций упала более чем в два раза. Сорос в сердцах назвал эту покупку «худшим вложени-

ем денег за всю жизнь». После долгих попыток в 2004 году он продал акции ОАО «Связьинвест» за 625 млн долларов компании *Access Industries*.

Сяопин Ден (Xiaoping Deng) (1904–1997). Выдающийся китайский революционер, политик и реформатор, деятель Коммунистической партии Китая. Ден никогда не занимал пост руководителя страны, но с конца 1970-х до начала 1990-х был фактическим руководителем Китая.

Унаследовав разрушенный и сотрясаемый социальными и политическими конфликтами Китай после культурной революции Мао Цзедуна, Ден стал ядром второго поколения китайских руководителей, внедрил новое социалистическое мышление, разработал принцип «социализма с китайской спецификой», инициировал экономические реформы в Китае и сделал страну частью мирового рынка. Кроме того, С. заложил основы для экономического развития Китая, что позволило ему завоевать репутацию страны с самой быстрорастущей в мире экономикой.

Официально С. решил отказаться от всех постов после отставки с поста председателя Центрального военного совета в 1989 году. В 1992-м он навсегда исчез с политической сцены, но Китай по-прежнему переживал «эру Сяопина», который и после своего ухода продолжал оставаться духовным лидером Китая, оказывая решающее влияние на ее внутреннюю и внешнюю политику.

Т

Тсанг Дональд (Tsang Donald) (род. 1945). Состоит на Государственной службе с января 1967 года, занимал много должностей в администрации, работая с местными органами власти и занимаясь финансами, торговлей и политикой, касающейся возвращения Гонконга в состав Китая. В 1977-м в течение года работал в Азиатском банке развития в Маниле и участвовал в проектах развития водоснабжения и железнодорожного транспорта в Филиппинах и Бангладеш.

С 1985 по 1989 год отвечал за выполнение Совместной китайско-британской декларации. С 1989 и 1991 год — директор администрации, контролировал эффективность функционирования

Правительственного секретариата. Т. находился на должности министра торговли между 1991-м и 1993-м. В мае 1993 года занял пост секретаря казначейства, отвечал за полное распределение финансовых ресурсов, систему налогообложения и эффективность издержек правительства Гонконга.

В сентябре 1995 года Т. стал первым за 150 лет правления британских должностных лиц китайцем, назначенным финансовым секретарем (министром финансов). 1 июля 1997 года он стал первым министром финансов в Гонконге как Особом административном районе КНР. В течение шестилетнего срока пребывания в этой должности Т. предпринимал меры по ликвидации азиатского финансового кризиса (1997–1998) и его последствий, жестко руководил реформами в целях усиления местной финансовой инфраструктуры.

С 21 июня 2005 года Т. назначен на должность главы администрации Гонконга (Особого административного района КНР). Был переизбран 25 марта 2007 года, и 2 апреля 2007 года официально вступил в должность по назначению Центрального народного правительства. Его новый срок полномочий истекает 30 июня 2012 года.

Ф

Форд Генри (Ford Henry) (1863–1947). Американский промышленник, владелец завода по производству автомобилей.

Родился в семье эмигрантов из Ирландии, в 16 лет уехал работать в Детройт. В 1888–1899 годах исполнял обязанности инженера-механика, а позже и главного инженера в *Edison Illuminating Company*. В 1893 году в свободное от работы время сконструировал свой первый автомобиль. С 1899 по 1902 год был совладельцем *Detroit Automobile Company*, но из-за разногласий с остальными владельцами фирмы ушел из нее и в 1903 году основал *Ford Motor Company*, которая первоначально выпускала автомобили под маркой Ford A. Известен тем, что впервые стал использовать промышленный конвейер. Вопреки распространенному заблуждению, конвейер внедрили и до этого, однако Ф. создал первую коммерчески успешную линию. Его книга «Моя жизнь, мои до-

стижения» является классическим трудом по научной организации труда.

Наибольший успех пришел к фирме после начала выпуска модели *Ford T* в 1908 году. В 1913 году Ф. внедрил на своем предприятии конвейерный метод сборки автомобилей, поднявший производительность труда в 1,5 раза и позволивший значительно увеличить зарплату персонала. Он оставался руководителем компании до 1930-х годов, когда из-за разногласий с профсоюзами и компаньонами передал дела своему сыну Эдзелу, но после его смерти в 1943 году вновь вернулся на пост главы фирмы. В 1945 году Ф. окончательно передал управление компанией своему внуку Генри Форду II.

Фридман Милтон (Friedman Milton) (1912–2006). Американский экономист, удостоенный в 1976-м Нобелевской премии по экономике. Окончил *Rutgers University* с дипломом по математике. Продолжил учебу в *University of Chicago*, получил степень магистра по экономике. С 1937-го работал в Национальном бюро экономических исследований. В 1946-м получил степень доктора в *Columbia University*. Во время Второй мировой войны работал в Министерстве финансов, а затем в составе группы исследователей-статистиков, выполнявших заказ Министерства обороны. В 1946-м стал профессором *University of Chicago*, где работал вплоть до своей отставки в 1977-м. Являлся консультантом правительства США по плану Маршалла, экономическим советником губернатора Б. Голдуотера, Р. Никсона, Р. Рейгана. Вел колонку экономиста в журнале *Newsweek* в 1966–1984 годах. Работал в *Hoover Institution on War, Revolution and Peace, Stanford University*.

Ф. — представитель направления в экономической науке, получившего название монетаризма. Его работы посвящены структуре доходов и потребления, денежному обращению, проблематике «человеческого капитала» и противоречиям экономической стабилизации, взаимосвязи инфляции и уровня безработицы. Ф. — наиболее яркий защитник классического либерализма, свободного рынка, свободного от какого-либо государственного вмешательства.

Среди его трудов — «Доходы от независимой частной практики» (*Income from independent professional practice*) (1940, совместно

с С. Кузнецом), «Теория функции потребления» (*A Theory of the consumption function*) (1957), «Капитализм и свобода» (*Capitalism and freedom*) (1962), «История денежной системы Соединенных Штатов за 1867–1960» (*A Monetary history of the United States: 1867–1960*) (1963, совместно с А. Шварц), «Оптимальное количество денег и другие очерки» (*The Optimum quantity of money and other essays*) (1969), «Статистика денежной системы Соединенных Штатов» (*Monetary statistics of the United States*) (1970), «Контрреволюция в монетарной теории» (*The Counter-revolution in monetary theory*) (1970), «Деньги и экономическое развитие» (*Money and economic development*) (1973); «Свобода выбора» (*Free to choose*) (1980, совместно с Р. Фридман), «Тенденции развития денежной системы в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве: их связь с доходами, ценами и процентной ставкой: 1867–1975» (*Monetary trends in the United States and the United Kingdom: Their relation to income, prices and interest rates: 1867–1975*) (1982) и др.

Х

Хасимото Рютаро (Hashimoto Ryutaro) (род. 1937). Родился в семье государственного деятеля, министра здравоохранения и социального обеспечения. Окончил *Keio University*, работал в компании по производству текстиля. В 1963 году был избран в парламент от Либерально-демократической партии. Занимал посты министра здравоохранения и социального обеспечения и министра транспорта. В 1989 году стал министром финансов, однако оставил этот пост в 1991-м после разразившегося финансового скандала. В 1994-м Х. стал министром внешней торговли и промышленности, в сентябре 1995-го был избран лидером ЛДП. 11 января 1996 занял пост премьер-министра после отставки партнера ЛДП по коалиции лидера Социал-демократической партии Томиити Мураямы. Завоевал репутацию жесткого политика, в частности на переговорах с США по вопросу о военном присутствии на Окинаве. В сентябре 1997 года был избран на новый двухлетний срок как лидер ЛДП. Хасимото подал в отставку с поста премьер-министра в июле 1998 года, после того как ЛДП потеряла значительное количество мест в верхней палате

парламента. 30 июля 1998 года премьер-министром был назначен министр иностранных дел Кейдзо Обути.

Ш

Шиллер Роберт (Shiller Robert) (род. 1946). Американский экономист, профессор *Yale University*, создатель индекса цен на недвижимость *Standard & Poor's/Case-Shiller*.

В 2000-м году, на пике интернет-бума, написал культовую книгу *Irrational Exuberance*, в которой говорилось о возникшем на рынке пузыре и о возможном резком падении в недалеком будущем. Через несколько месяцев предсказания сбылись. Незадолго до начала этого кризиса Ш. стал говорить о пузыре на рынке недвижимости, и снова цены через некоторое время резко упали, как по заказу. Ш. быстро сориентировался и написал новую книгу про нынешний кризис, его причины и пути выхода.

Сами пузыри и последующие падения Ш. объясняет психологией инвесторов и их недальновидностью: «Людям обьчно приятней вместе покупать всякую дрянь, чем в одиночку быть умным».

Шумпетер Йозеф Алоиз (Schumpeter Joseph Alois) (1883–1950). Австрийский и американский экономист, социолог и историк экономической мысли. Окончил Венский университет (*Universität Wien, нем., Alma Mater Rudolphina Vindobonensis, лат.*). В 1919–1920 годах занимал пост министра финансов Австрии. Преподавал в университетах Граца и Бонна (1925–1932), а затем в *Harvard University* (1932–1950), где получил широкую известность благодаря своим исследованиям теории капитализма и циклов деловой активности. Президент Эконометрического общества (*Econometric Society*) (1940–1941), президент Американской экономической ассоциации (*American Economic Association*) (1948).

Среди его трудов — «Теория хозяйственного развития» (*Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*) (1912), «Циклы деловой активности: теоретический, исторический и статистический анализ капитализма» (*Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*) (1939), «Капитализм, социализм и демократия» (*Capitalism, Socialism and Democracy*) (1942). «История экономического

анализа» (*History of Economic Analysis*) (1954) вышла после смерти автора под редакцией его вдовы — Элизабет Шумпетер.

В 1986 году в честь заслуг Ш. и для изучения его творчества было создано Международное общество Йозефа Шумпетера, в 2001 году в Берлине основан Институт Шумпетера. Часть личной библиотеки ученого хранится в Токийском университете Хитоцубаси (Библиотека Шумпетера). В 2004 году в доме, где родился Ш. (в городе Трешгь), президент Чехии В. Клаус открыл Музей Шумпетера (*Rodný dům J. A. Schumpetera, чеш.*).

УКАЗАТЕЛЬ ИМЕН

- Альфонсин Фулкес, Рауль
Риккардо 70
Аспе, Педро 71, 77
- Бернанке, Бен Шалом 24, 33, 234,
268, 272–273
Блайндер, Алан 218
Брэди, Николас 65–66, 74, 84
Буш, Джордж Герберт Уокер 44,
67, 79
- Волкер, Пол 114, 219, 279
- Гейтнер, Тимоти 249–251, 265–266
Гейтс, Билл 1997
Гильермо Кальво 92
Гринспен, Алан 44, 114, 214–216,
218–219, 222–225, 234–236, 256, 268
Гувер, Герберт Кларк 15, 163
Гэлбрейт, Джон Кеннет 46
- Де ла Мадрид Уртадо, Мигель
63, 67
Диас, Порфирио 59
- Екатерина II 206
- Кавальо, Доминго Фелипе 71–74
Карденас, Куаутемок 62–65, 81, 143
Кейнс, Джон Мейнард 15, 18, 118,
162–163, 168, 178, 285, 293–296
Клинтон, Билл (Уильям
Джефферсон) 79, 152, 223
Колосио Мурриэта, Луис
Дональдо 80
- Ламонт, Норман 196
Лукас, Роберт 24, 33, 285
- Макчесни Мартин-младший,
Уильям 221
- Маршалл, Альфред 122
Махатхир, Мохамад 21, 153, 197–
199
- Меллон, Уильям Эндрю 16
Менем, Карлос Саул 71
Морган, Джон Пайерпонт 242–243
Мэйджор, Джон Рой 195
- Неру, Джавахарлал 46
Никсон, Ричард Милхаус 43, 71
- Перо, Росс 79
Перрон, Хуан Доминго 71
Пиночет, Аугусто 57
Полсон, Генри 258
- Рейган, Рональд 27, 86, 142
Робертсон, Джулиан 201
Рокфеллер, Джон 243
- Сакс, Джеффри Дэвид 185–196
Салинас де Гортари, Карлос 58
Самуэльсон, Пол 163
Седильо, Эрнесто 80–81, 93
Серра пуче, Хайме 82
Сорос, Джордж 78, 153, 192–202,
208, 213
Стивен, Джен 274
Сяопин, Ден 26
- Тсанг, Дональд 21
- Форд, Генри 46
Фридман, Милтон 18, 31, 42, 205,
247
- Шиллер, Роберт 226, 229
Шумпетер, Йозеф Алоис 21

Научно-популярное издание
ЭКОНОМИКА: МИРОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Пол Кругман

ВОЗВРАЩЕНИЕ ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ? МИРОВОЙ КРИЗИС ГЛАЗАМИ НОБЕЛЕВСКОГО ЛАУРЕАТА

Директор редакции *И. Е. Федосова*
Ответственный редактор *М. В. Трушкова*
Литературный редактор *Ю. М. Слуцкина*
Дизайн обложки *М. А. Левыкин*
Верстка *О. П. Валиуллина*
Корректоры *Л. Н. Макарова, Е. В. Чудинова*

ООО «Издательство «Эксмо»
127299, Москва, ул. Клары Цеткин, д. 18/5. Тел. 411-68-86, 956-39-21.
Home page: www.eksmo.ru E-mail: info@eksmo.ru

Оптовая торговля книгами «Эксмо»:
ООО «ТД «Эксмо». 142702, Московская обл., Ленинский р-н, г. Видное,
Белокаменное ш., д. 1, многоканальный тел. 411-50-74.
E-mail: reception@eksmo-sale.ru

**По вопросам приобретения книг «Эксмо» зарубежными оптовыми
покупателями обращаться в отдел зарубежных продаж ТД «Эксмо»**
E-mail: International@eksmo-sale.ru

International Sales: International wholesale customers should contact
Foreign Sales Department of Trading House «Eksmo» for their orders.
International@eksmo-sale.ru

**По вопросам заказа книг корпоративным клиентам, в том числе в специальном
оформлении, обращаться по тел. 411-68-59 доб. 2115, 2117, 2118.**
E-mail: vipzakaz@eksmo.ru

**Оптовая торговля бумажно-беловыми и канцелярскими товарами для школы
и офиса «Канц-Эксмо»:** Компания «Канц-Эксмо»: 142700, Московская обл., Ленин-
ский р-н, г. Видное-2, Белокаменное ш., д. 1, а/я 5. Тел./факс +7 (495) 745-28-87
(многоканальный). e-mail: kanc@eksmo-sale.ru, сайт: www.kanc-eksmo.ru

Полный ассортимент книг издательства «Эксмо» для оптовых покупателей:

В Санкт-Петербурге: ООО СЗКО, пр-т Обуховской Обороны, д. 84Е.
Тел. (812) 365-46-03/04. **В Нижнем Новгороде:** ООО ТД «Эксмо НН», ул. Маршала
Воронова, д. 3. Тел. (8312) 72-36-70. **В Казани:** Филиал ООО «РДЦ-Самара»,
ул. Фрезерная, д. 5. Тел. (843) 570-40-45/46. **В Самаре:** ООО «РДЦ-Самара»,
пр-т Кирова, д. 75/1, литера «Е». Тел. (846) 269-66-70.
В Ростове-на-Дону: ООО «РДЦ-Ростов», пр. Стачки, 243А. Тел. (863) 220-19-34.
В Екатеринбурге: ООО «РДЦ-Екатеринбург», ул. Прибалтийская, д. 24А.
Тел. (343) 378-49-45. **В Киеве:** ООО «РДЦ Эксмо-Украина», Московский пр-т, д. 9.
Тел./факс (044) 495-79-80/81. **Во Львове:** ТП ООО «Эксмо-Запад», ул. Бузкова, д. 2.
Тел./факс: (032) 245-00-19. **В Симферополе:** ООО «Эксмо-Крым», ул. Киевская,
д. 153. Тел./факс (0652) 22-90-03, 54-32-99. **В Казахстане:** ТОО «РДЦ-Алматы»,
ул. Домбровского, д. 3а. Тел./факс (727) 251-59-90/91. gm.eksmo_almaty@arna.kz

Подписано в печать 15.05.2009. Формат 84×108 1/32.

Печать офсетная. Бумага офс. Усл. печ. л. 17,64.

Тираж 7000 экз. Заказ № 10239.

Отпечатано с предоставленных диапозитивов
в ОАО «Тульская типография». 300600, г. Тула, пр. Ленина, 109.

Эта книга не столько о том, что произошло, сколько о том, почему это случилось. Я уверен: главное, что нужно понять, — как катастрофа могла произойти, как в ней выжить и как препятствовать будущим кризисам.

Некоторые утверждают, что наши экономические проблемы являются структурными и поэтому быстрого излечения добиться не удастся. Но я уверен, что единственными важными структурными преградами на пути к процветанию мира являются устаревшие доктрины, которые затуманивают мышление людей.

— из книги Пола Кругмана «Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата»

«Награждение Кругмана Нобелевской премией не является неожиданностью, он великолепный экономист и давно уже, можно сказать, стоял в очереди за этой премией. Но сюрпризом стало то, что премию этому жесткому критику Буша вручили накануне президентских выборов в США».

*Тим Хартфорд,
автор книги «Подпольный экономист»*



**СБЕРБАНК
РОССИИ**



ЭКСМО