


МАРТИН ВУЛФ

Сдвиги

Шоки



ЧЕМУ НАС НАУЧИЛ
И ЕЩЕ ДОЛЖЕН
НАУЧИТЬ
**ФИНАНСОВЫЙ
КРИЗИС**

SHIFTS AND SHOCKS

ИЗДАТЕЛЬСТВО
ИНСТИТУТА
ГАЙДАРА

СДВИГИ И ШОКИ

Martin Wolf

The Shifts and the Shocks:

What We've Learned —
and Still Have to Learn — from
the Financial Crisis

Мартин Вулф

Сдвиги и шоки

Чему нас научил
и еще должен научить
финансовый кризис

Перевод с английского
АЛЕКСЕЯ ГУСЕВА

под научной редакцией
ЕКАТЕРИНЫ ГОЛОВЛЯНИЦЫНОЙ

ИЗДАТЕЛЬСТВО ИНСТИТУТА ГАЙДАРА
МОСКВА • 2016

УДК 328.23
ББК 65.5
В88

Вулф, Мартин

В88 Сдвиги и шоки: чему нас научил и еще должен научить финансовый кризис / пер. с англ. А. Гусев; научный редактор перевода Е. Головляницына. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2016. — 512 с.

ISBN 978-5-93255-460-9

Две огромные силы меняют облик мировой экономики: стремительный сдвиг в экономической власти от переживающего спад Запада к растущему Востоку и шоки, вызванные волнами финансовых кризисов, которые охватили страны с высокими доходами. Это глубокие, длительные и взаимосвязанные изменения, которые определяют облик мира на десятилетия. Сдвиг отражает полное изменение полуторавековой тенденции к экономическому расхождению, приведшей к тому, что граждане стран с высокими доходами практически обладали монополией на результаты процесса индустриализации. Вчерашние различия в росте между экономиками с высокими доходами и новыми рыночными экономиками сегодня привели к стремительному сближению с точки зрения доходов. Но хотя эта конвергенция сама по себе является желательной, она также ставит серьезные вызовы перед мировой экономикой. Финансовые шоки существенно усиливают эти вызовы. Они привели к длительному процессу сокращения кредитного рычага и медленного роста в странах с высокими доходами и особенно сильному кризису в хрупкой еврозоне. Более того, глобальный экономический сдвиг создал определенные условия для этих шоков, прежде всего глобальные макроэкономические дисбалансы и тенденцию к понижению заработной платы.

УДК 328.23
ББК 65.5

ISBN 978-5-93255-460-9

© Издательство Института Гайдара, 2016
Copyright © 2014, Martin Wolf
All rights reserved

Содержание

| |
|--|
| Благодарности · 9 |
| Предисловие к русскому изданию · 13 |
| Предисловие. Почему я написал эту книгу · 16 |
| Введение. «Сдается мне, Тотошка, мы уже не в Канзасе» · 28 |

часть I. ШОКИ · 45

| |
|---|
| Пролог · 47 |
| Глава 1. От кризиса к мерам жесткой экономии · 49 |
| Глава 2. Кризис в еврозоне · 88 |
| Глава 3. Дивный новый мир · 145 |

часть II. СДВИГИ · 171

| |
|---|
| Пролог · 173 |
| Глава 4. Как финансовый мир дал трещину · 176 |
| Глава 5. Сдвиги в мировой экономике · 220 |

часть III. РЕШЕНИЯ · 273

| |
|---|
| Пролог · 275 |
| Глава 6. Ортодоксия низвержена · 278 |
| Глава 7. Как исправить финансовую систему · 319 |
| Глава 8. Долгий путь впереди · 365 |
| Глава 9. Как спасти брак · 408 |

| |
|---|
| Заключение. На сей раз мир погибнет от огня · 443 |
| Литература · 490 |

*Посвящается Джонатану,
Бенджамину и Рахель.
Без вас моя жизнь
была бы пустой.*

Благодарности

ПОКА автор пишет книгу, он накапливает большие долги. И здесь я, увы, смогу отдать лишь часть из них. Первый человек, которому я должен выразить благодарность, — это Эндрю Уайли, мой агент. Не будь его бесконечной энергии и энтузиазма, эта книга не была бы написана. Я хочу поблагодарить Джона Мэкинсона, председателя совета директоров и главного исполнительного директора издательства *Penguin*, который принял решение ее опубликовать. Также я хочу выразить признательность Скотту Мойерсу и Стюарту Проффиту, моим редакторам от издательства *Penguin*, за их неоценимый вклад в книгу. Благодаря их стараниям и внимательности к деталям книга получилась несоизмеримо лучше и яснее, чем она могла бы быть. Особенную неустанность в трудах проявил Стюарт. Я должен признать колоссальную важность его вклада и всячески поблагодарить его за время и внимание, уделенное книге. Также я хотел бы отметить, что они были чрезвычайно терпимы к задержкам в написании книги, которое мне приходилось сочетать с моими обычными обязанностями. Кроме того, я хочу сказать спасибо Ричарду Дагиду и Доналду Фьютерсу из производственного отдела издательства *Penguin* и Ричарду Мэйсону за его редакционную помощь.

Затем я хотел бы поблагодарить Лайонела Барбера, редактора *Financial Times*, за то, что пошел мне навстречу в написании этой книги. Он предоставил мне немало выходных — гораздо больше, чем я мог бы рассчитывать получить. Я в громадном долгу перед *Financial Times* за это содействие и обещаю в ближайшем будущем больше так не делать. Также я хочу поблагодарить

коллег из *Financial Times* за те многие знания, которые я от них приобрел. Особое спасибо за идеи, которыми меня снабдили Крис Джиллз, Фердинандо Джулиано, моя бывшая коллега Кришна Куха, Робин Хардинг, Мартин Сандбу и Джиллиан Тэтт.

Я должен сказать спасибо громадному числу мыслителей и людей, отвечающих за экономическую политику, работы которых я имел честь изучить за многие годы. Перед кем я в долгу, можно судить по ссылкам в тексте, концевым сноскам и списку литературы. Но я хотел бы отдельно поблагодарить трех человек. Первый — это Макс Корден, у которого я учился в Оксфорде и который навсегда оставил след в моем сердце своим удивительным сочетанием ясности, строгости и здравомыслия. Я всегда старался, пусть и с переменным успехом, следовать этим качествам в моей профессиональной жизни. Великая честь мне выпала — и еще большее удовольствие я испытал, — когда меня пригласили прочесть лекцию его имени в его родном Мельбурне в октябре 2012 года¹. Второй человек, которому я обязан, — это Эдер Тернер, бывший глава Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании. Эдер проявил большую доброту, согласившись прочесть третью часть книги и заключительную главу. Я очень признателен ему за его мудрость и поддержку и извлек невероятную пользу из его работ по кризису и посткризисному периоду. Третий человек — Мервин Кинг, бывший председатель Банка Англии и мой друг на протяжении более чем двух десятилетий. Несмотря на неизбежные профессиональные разногласия, я всегда высоко ценил его блистательный ум и честность. Я в долгу перед Мервином за то, что он прочел рукопись моей книги и высказал дружеские и полезные комментарии. Он вдохновил меня написать более радикальную книгу, чем я планировал.

Среди тех, кому я должен выразить признательность за обсуждение поднятых в книге тем, Анат Адмати из Стэнфордского университета, Фред Бергстен из Института мировой экономики Петерсона, Бен Бернанке,

1. Эта лекция, состоявшаяся 17 октября 2012 года, впоследствии была опубликована: 'Lessons from the Global Financial Crisis', *Insights: Melbourne Business and Economics*, vol. 13, April 2013.

экс-председатель ФРС, Оливье Бланшар из Международного валютного фонда, Клаудио Борио из Банка международных расчетов, Пол де Грауве из Лондонской школы экономики и социальных наук, моя бывшая коллега Христя Фриланд, член канадского парламента, Эндрю Хэлдейн из Банка Англии, Роберт Джонсон из Института нового экономического мышления, Пол Кругман из Пристонского университета, Филипп Легрен, бывший советник президента Европейской комиссии, Майкл Петти из Пекинского университета, *Адам Позен* из Института мировой экономики Петерсона, Рагурам Раджан, экс-председатель Резервного банка Индии, Кармен Рейнхарт из Гарвардского университета, Кеннет Рогофф из Гарвардского университета, Джефффри Сакс из Колумбийского университета, Ганс-Вернер Зинн из CESifo, Джордж Сорос, Джозеф Стиглиц из Колумбийского университета, Эндрю Смитерс из компании *Smithers & Co.*, Лоуренс Саммерс из Гарвардского университета, Алан Тейлор из Калифорнийского университета в Дэвисе, *Пол Таккер*, бывший сотрудник Банка Англии, Дэвид Вайнс из Оксфордского университета, Уильям Уайт, бывший сотрудник Банка международных расчетов, и Малкольм Винер. Также я хочу сказать спасибо Джону Виккерсу, Клэр Споттисвуд, Мартину Тейлору и Уильяму (Биллу) Уинтерсу, вместе с которыми я имел честь служить в Независимой банковской комиссии в 2010–2011 годах, а также членам ее секретариата, чья работа достойна всяческого восхищения. Я приношу извинения всем, кому я мог нанести обиду, не включив в этот список. Он далеко не исчерпывающий. Не стоит и говорить, что люди, перечисленные здесь, не несут никакой ответственности за сказанное в книге.

Особую благодарность я хочу высказать Дугласу Ирвину из Дартмутского университета и Кевинк О'Рурку из Университета Оксфорда за то, что они позволили мне позаимствовать название для моей книги, которое я почерпнул в их интереснейшей статье «Как справиться со сдвигами и шоками»². Эта формулировка идеально отражала мой предмет.

2. Douglas A. Irwin and Kevin H. O'Rourke, 'Coping with Shocks and Shifts: The Multilateral Trading System in Historical Perspective', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 1759, November 2011, www.nber.org.

Наконец — и для меня это самое важное, — я хочу сказать огромное спасибо моей жене Элисон, которая ни за что не согласилась бы признать, что пожертвовала мне столько лет своей жизни. Она подарила мне все, что может сделать мужчину счастливым, в том числе троих детей, которым я посвятил это сочинение. Но, кроме того, я хочу поблагодарить ее за вдохновение и поддержку, которые она давала мне при написании книги, хотя этот процесс был отнюдь не простым. Без нее, я уверен, я бы никогда не закончил свой труд. Не в последнюю очередь я хочу сказать ей спасибо за то, что она полностью прочла рукопись и написала к ней комментарии — столь же глубокомысленные и уместные, как и всегда. Что самое главное, она заставила меня найти способ объяснить свои мысли просвещенному читателю, далекому, впрочем, от мира международной макроэкономики и глобальных финансов. Насколько незаменим такой читатель, невозможно переоценить.

Предисловие к русскому изданию

Я РАД возможности написать предисловие к русскому изданию моей книги «Сдвиги и шоки: чему нас научил и еще должен научить финансовый кризис». Для меня большая честь, что эту книгу выпускает Институт Гайдара, названный в честь Егора Гайдара, с которым я познакомился в начале 1990-х, когда он был ведущим российским реформатором, и которым я искренне восхищаюсь.

Гайдар считал, что российская экономика должна была быть рыночно ориентированной, конкурентной и включенной в международные хозяйственные связи. И он проявлял необычайную смелость в своих попытках достичь этого желаемого образа. Я по-прежнему убежден в правильности его взгляда на будущее России. Ведь крах прежней советской экономической и политической системы не оставил иной приемлемой альтернативы.

Вполне ожидаемо, что со временем возник ряд вопросов относительно образа капитализма, которым вдохновлялись тогдашние реформаторы. Многие из этих вопросов рассматриваются в настоящей книге. Хотя она и не посвящена России, она все же весьма полезна для понимания российских реалий, потому что в ней описываются истоки и последствия финансовой нестабильности, которая повлияла на Россию извне и еще может дестабилизировать ее изнутри.

Череду финансовых кризисов, которая началась в 2007 году и продолжалась на протяжении многих лет, принято рассматривать как «глобальный финансовый кризис». Строго говоря, кризисы не были глобальными. Они были региональными. Но в числе пострадавших

регионов оказались США и Европа, которые все еще составляют ядро глобальной финансовой и экономической системы. Поскольку на эти экономики приходится почти половина мирового экономического выпуска, не так уж безосновательно считать поразившие их кризисы глобальными, если не по истокам, то по грандиозному масштабу последствий.

Более того, как я утверждаю в настоящей книге, эти кризисы были глобальными в другом, фундаментальном отношении. Они стали результатом сдвигов в глобальной экономической системе, которые сформировали необычайно хрупкую глобальную финансовую систему.

К этим сдвигам относились появление серьезных глобальных макроэкономических дисбалансов и рост неравенства в ведущих экономиках, особенно в США. За ними стояли стремительная глобализация мировой экономики и масштабные технологические изменения. А за ними, в свою очередь, стояла растущая роль глобальной финансовой системы, все больше опирающейся на заемные средства, гораздо более крупной и готовой идти на большие риски.

Эти изменения привели к масштабному финансовому кризису. В США быстрые и решительные действия относительно сильного правительства позволили остановить панику, хотя последующее восстановление оказалось относительно слабым. Но регулирующие институты еврозоны были недостаточно развиты. В результате еврозона перенесла две волны кризисов: первую — в период с 2007 по начало 2009 года, во время глобального кризиса, и вторую — в период с конца 2009 по 2013 год, когда паника охватила ряд слабых экономик еврозоны.

Какие же уроки должны извлечь из этих событий российские читатели?

Самый очевидный урок заключается в том, что в интегрированной мировой экономике, частью которой неизбежно является и Россия, невозможно оградить себя от событий, происходящих в ведущих экономиках. Кризисы будут повторяться. Странам необходимо научиться справляться с угрозами до кризиса и сохранять пространство для маневра после кризиса.

В предкризисные годы Россия предприняла несколько очень правильных действий. Особенно важны-

ми были накопление значительных валютных резервов и бюджетная дисциплина. Однако российская экономика оказалась недостаточно диверсифицированной и зависимой от экспорта ограниченного числа сырьевых товаров.

Еще один важный урок заключается в том, что хрупкость финансового сектора необходимо держать под контролем. В книге показано, насколько опасно строить экономику, основанную на долге. России необходимо найти путь к экономическому росту без опоры на большие долги. Такой путь предполагает отказ от некоторых общепринятых на Западе истин, но одновременно важно не впасть в иллюзию о возможности создать управляемую государством экономику, исключаящую свободную конкуренцию.

Внимательные читатели многое узнают о том, как работала мировая экономика в течение последних десятилетий. Они также узнают о подстерегающих Россию экономических опасностях и о том, что нужно сделать, чтобы ослабить их. Финансовый кризис угрожает каждой стране. Всем нам необходимо тщательно изучать прошлые кризисы и извлекать из них уроки.

Мартин Вулф

Предисловие.

Почему я написал эту книгу

Может ли «Это» — Великая депрессия — повториться? И если может, то почему оно ни разу не повторилось со времен Второй мировой войны? Эти вопросы неизбежно ставит перед нами последний сравнительно благополучный период в тридцать пять лет. Чтобы дать ответ, нужна экономическая теория, рассматривающая Великую депрессию как одно из возможных состояний нашей капиталистической экономики.

Хайман Мински, 1981'

ЭТА КНИГА о том, как изменился наш мир под влиянием финансового и экономического кризиса, поразившего развитые страны в августе 2007 года. Чтобы разобраться в этом вопросе, книга исследует произошедший шок как результат предшествовавших сдвигов, то есть взаимодействия между глобальными экономическими и финансовыми изменениями. Главный вопрос, поднимаемый в книге, — как эти тревожные события повлияют или должны повлиять на наш образ мышления об экономической реальности. Кроме того, книга ставит вопрос, как изменится или должна измениться экономическая политика в пострадавших от кризиса странах и в остальном мире.

Перед нами новый глобальный ландшафт, и книга зовет на его разведку. Я должен начать с одного признания перед самим собой и перед читателем: хотя я всю свою профессиональную жизнь анализировал мировую экономику и видел немало финансовых кризисов, я не сумел предугадать, что в развитых странах может случиться такой масштабный кризис. Но не потому, что не видел тенденций, угрожавших стабильности в предкризисную эпоху. Моя предыдущая книга «Исправляя глобальные финансы» хотя и вышла в 2008 году, но была основана на лекциях, прочитанных в 2006 году. В ней гово-

1. Hyman P. Minsky, *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton: Wheatsheaf, 1982), p. xi.

рилось о хрупкости финансов и учащении финансовых кризисов после 1980-х годов. Кроме того, я рассуждал, насколько опасен рост огромных профицитов и дефицитов текущего счета, так называемых глобальных дисбалансов, усилившийся после кризиса на формирующихся рынках 1997–1999 годов. В частности, я старался определить, что будет дальше, если, развиваясь в тесной взаимосвязи, будут разрастаться дефицит текущего счета в США, резервы иностранной валюты в формирующихся экономиках и дисбалансы внутри еврозоны². Этот анализ естественным образом вытекал из тех выводов относительно финансового сектора, которые были сделаны в моей более ранней книге «Почему глобализация работает?», опубликованной в 2004 году³. В ней я показывал, что глобализация полезна, но подчеркивал ее высокие издержки в виде финансовых кризисов. Тем не менее я не ожидал, что эти тенденции кончатся столь мощным финансовым кризисом, столь масштабными мерами стимулирования и настоящим хаосом, поглотившим еврозону.

Я был застигнут врасплох вовсе не оттого, что не знал о происходящих процессах: я видел, что «Великое смягчение» — так экономисты окрестили период низкой волатильности выпуска, в частности, в США с конца 1980-х по 2007 год, — происходило на фоне стремительного роста котировок и расширения долга, которые угрожали стабильности⁴. Но я оказался слишком слаб воображением, чтобы представить себе полный крах западной финансовой системы. Я просчитался, потому что руководствовался умозрительной моделью экономики, не допускавшей новой Великой депрессии или хотя бы Великой рецессии в наиболее развитых странах мира даже

2. Martin Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore and London: Johns Hopkins University Press and Yale University Press, 2008 and 2010).

3. Martin Wolf, *Why Globalization Works* (New Haven and London: Yale University Press, 2004), ch. 13.

4. Термин «Великое смягчение» в 2002 году изобрели Джеймс Сток из Гарвардского университета и Марк Уотсон из Принстона, обозначив им снижение колебаний выпуска в США. См.: James Stock and Mark Watson, 'Has the Business Cycle Changed and Why?', in Mark Gertler and Kenneth Rogoff (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2002*, vol. 17 (Boston: MIT Press, 2003) <http://www.nber.org/chapters/c11075.pdf>, p. 162. Погибели предшествует гордость!

в качестве гипотетической возможности. Я был убежден, что происшествие такого размаха может случиться, только если банкиры или регуляторы допустят какие-то фантастически грубые ошибки. Мое собственное понимание экономики не дотягивало до той высокой планки, которую задал в поздние годы своего творчества Хайман Мински, чьи работы до последнего оставались известными очень немногим.

Настоящая книга — это работа над ошибками. В ней предстоит выяснить, прав ли был Мински, призывая создать теорию, учитывающую перспективу Великой депрессии, и если прав, то в каком направлении должны действовать экономисты. Я думаю, что он был прав. В ответ многие представители основного течения экономической науки станут уверять, что кризисы невозможно прогнозировать: если бы это было возможно, они бы либо уже произошли, либо рациональные агенты их сами бы предотвратили. Такая доктрина, конечно, очень выгодна, ведь мало кто из экономистов мейнстрима предвидел кризис или хотя бы допускал его возможность. С точки зрения господствующей неоклассической экономики депрессии — это результат некоего внешнего (или, как говорят экономисты, «экзогенного») шока, а не результат действия внутренних сил экономической системы.

Если встать на противоположную, но, на мой взгляд, гораздо более правдоподобную позицию, то отчасти кризис объясняется тем, что экономические модели мейнстрима изгоняли его из поля зрения теории, тем самым приблизив судный час на практике. Гипотеза рациональных ожиданий и гипотеза об эффективности рынков, даруя регуляторам и инвесторам безмятежность, притупили их внимание. Как говорил Мински, стабильность дестабилизирует. Это пример того, что Джордж Сорос, удачливый спекулянт и новаторски мыслящий экономист, назвал «рефлексивностью»: мышление людей определяет реальность, в которой они живут⁵. Наивная экономическая наука создает предпосылки для экономической нестабильности. Но есть и те, кто мыслит

5. George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (New York: Public Affairs, 2008); Джордж Сорос, *Новая парадигма финансовых рынков* (Москва: Манн, Иванов и Фербер, 2008).

менее стандартно и полагает, что в существующей экономической системе кризисы в принципе неизбежны. Несмотря на громадные различия, посткейнсианская школа, с опаской смотрящая на свободный рынок, и австрийская школа, его превозносящая, согласны по этому основному пункту. Впрочем, они придерживаются разного мнения о причинах кризиса и о том, что нужно делать, когда он наступает⁶.

Тезис Мински, что экономическая теория обязана предусматривать глубокий кризис не как результат внешнего шока, а как событие, зарождающееся внутри системы, — правильная методологическая предпосылка. Кризис, в конце концов, — это экономический феномен. Больше того, из истории капиталистической экономики мы видим, что кризисы происходят постоянно. Как утверждают Нуриэль Рубини и Стивен Мим в своей книге *Crisis Economics*, кризисы и последующие депрессии, пользуясь популярной теперь терминологией Нассима Николаса Талеба, вовсе не «черные лебеди», то есть редкие и непредвиденные события, а «белые лебеди» — нормальные, хотя и не частые события, подчиненные к тому же особой предсказуемой закономерности⁷. Депрессию, безусловно, нужно рассматривать как одно из допустимых состояний капиталистической экономики. Экономическая теория, которая не считается с такой возможностью, настолько же адекватна, насколько биологическая теория, отбрасывающая риск вымирания вида, или физиологическая теория, исключаящая риск сердечного приступа, или проект возведения моста, не допускающий возможности его обрушения.

6. Посткейнсианская школа экономической мысли основывается на работах Джона Мейнарда Кейнса, но отвергает попытки втиснуть его в ныне господствующие каноны неоклассической экономической теории. Австрийская школа основывается на работах послевоенных австрийских экономистов, в первую очередь Людвиг фон Мизеса и Фридриха Хайека, и сегодня влиятельней всего в США. Поэтому «быть австрийцем» — это не значит быть родом из Австрии, а значит — быть неколебимым сторонником свободного рынка.

7. Nouriel Roubini and Stephen Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* (London: Penguin, 2011), ch. 1. О сравнении событий с черными и белыми лебедями см.: Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (New York: Random House, 2007); Нассим Николас Талеб, *Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости* (Москва: Коллибри, 2015).

Далее, я разделяю мнение Мински, что в случае депрессии правительство не имеет права сидеть сложа руки. По этому вопросу взгляды посткейнсианской и австрийской школ расходятся; первая из них опирается на теорию равновесной безработицы Джона Мейнарда Кейнса, а вторая — на идею свободного рынка Людвига фон Мизеса и Фридриха Хайека. Сам Мински возлагал надежды на «большое государство» — государство, способное финансировать частный сектор посредством дефицита бюджета, — и «большой банк» — центральный банк, способный прийти на помощь кредитной системе, когда финансовый сектор уже не работает⁸. Во многом смысл современного государства и центрального банка как раз и состоит в борьбе с подобными угрозами. Но, по моему мнению, экономические власти должны не только бороться с уже наступившим кризисом, но стараться обезопасить от него экономику в будущем. Вполне естественно, эти тезисы о хрупкости рыночной экономики и о роли правительства подвергаются критике практически по каждому из пунктов.

Мое понимание экономики меняется под влиянием внешних событий не впервые. С тех пор как я окончил Оксфордский университет в 1967 году⁹, за сорок пять лет я многое узнал и, разумеется, время от времени менял свои взгляды. Так, в конце 1960-х и начале 1970-х годов я укрепился во мнении, что рынкам, безусловно, нужно дать больший простор, а макроэкономическую политику следует подчинить задачам денежной стабильности — как в странах с высоким доходом, так и в развивающемся мире.

Поэтому я участвовал в движении в поддержку более рыночного экономического мировоззрения, развивавшемся в то время. В особенности меня поразила мысль австрийской школы, что рыночная экономика — это система, создающая стимулы к непрекращающемуся поиску прибыльных альтернатив. Она резко контрастировала

8. В сжатом виде со взглядами Мински на большое правительство и центральный банк можно познакомиться в: Hyman P. Minsky, 'Can "It" Happen Again? A Reprise' (1982), Hyman P. Minsky Archive, Paper 155. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/155.

9. Более подробно о своей интеллектуальной эволюции я рассказываю в предисловии к: Wolf, *Why Globalization Work*, p. ix-xviii.

ла с нездоровым увлечением неоклассиков состоянием равновесия. Поэтому работы Шумпетера и Хайека оказали на меня тогда (и до сих пор оказывают) мощное влияние. Текущий кризис укрепил мои сомнения насчет равновесия, но вместе с тем заново пробудил во мне огромное любопытство и восхищение работами Кейнса, — чувства, которые впервые я испытал в Оксфорде.

Прошло восемьдесят лет, а проблемы, о которых писал Кейнс в 1930-е годы, вновь стоят перед нами. И те, кто не учится на ошибках истории, как известно, обречены их повторить. Итак, кризис изменил мои представления о финансах, макроэкономике и о связях между ними и, неизбежно, мои представления о том, как должны быть устроены финансовая и денежная системы. В некотором смысле мне кажется, что идеи, вдохновившие эту книгу, гораздо ближе к моим воззрениям сорокапятилетней давности.

Важно подчеркнуть, что, хотя мое понимание принципов работы окружающей действительности подвержено изменениям, мои ценности остались прежними. Их мне привили мои родители, в особенности мой отец Эдмунд Вулф на склоне своих лет. Из-за своего еврейского происхождения он был вынужден бежать в 1930-е годы из Австрии. Он был страстный поборник либеральной демократии и не терпел утопистов и фанатиков — как на левом, так и на правом политических флангах. Он верил в ценности Просвещения, но не был ортодоксом, умея находить ценное даже в человеческих слабостях. Этот талант пришел к нему благодаря успешной карьере драматурга и журналиста. Он принимал людей такими, какие они есть. И он противился тем, кто хотел превратить людей в то, чем они быть не могут. В период холодной войны эти ценности воспитали в нем, а затем и во мне убежденного противника коммунизма.

И я остался преданным этим ценностям на протяжении всей моей жизни. Однако мои представления об экономике менялись с течением времени. Когда в 1970-е годы западные страны вошли в полосу экономической турбулентности, я стал опасаться за их процветание и политическую устойчивость. В августе 1975 года, в момент, когда индекс розничных цен в Великобритании достиг 27%, мне стало казаться, что моя страна

идет по пути Аргентины. Я приветствовал Маргарет Тэтчер, когда она говорила, что хочет побороть инфляцию, ограничить излишнее вмешательство государства в экономику, приструнить распоясавшиеся профсоюзы и освободить рынки. Я считал, что нет ничего важнее этих реформ. Точно так же мне казалось, что для США будет лучше, если реализуется хотя бы часть из того, что предлагал Рональд Рейган. На фоне продолжающейся холодной войны все, что укрепляло Запад и придавало ему энергию, казалось необходимым и полезным. Как я полагал, чтобы восстановить правильный баланс между государством и обществом, нужно было уйти от разросшегося и неподотчетного государства в сторону государства более компактного и ответственного. В 1970-е годы я пришел к выводу, что государство превысило допустимые размеры, особенно в Великобритании: трехдневная рабочая неделя, бушующая инфляция, обвал прибылей и воинственные действия рабочих — все указывало на то, что государство перестало справляться даже со своими базовыми функциями. США и Великобритания нуждались в меньшем и более эффективном государственном аппарате и одновременно в более самостоятельном и энергичном гражданском обществе.

Моя учеба в аспирантуре в Наффилд-колледже в Оксфорде, а затем десятилетний стаж работы во Всемирном банке преподали мне еще один, не менее важный урок — о необходимости реформ и либерализации экономики развивающихся стран. На протяжении трех десятилетий результаты реформ были в основном положительными, хотя угроза финансовой нестабильности маячила всегда. Насколько она близко, стало ясно уже скоро, в августе 1982 года, когда на мир обрушился латиноамериканский долговой кризис. Эпоха либерализации рынков оказалась еще и эпохой финансовых кризисов; ее высшей точкой стал 2007 год, когда начался крупнейший и важнейший из них¹⁰.

10. Об учащении финансовых кризисов после 1980 года см.: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2009), p. 73–75; Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф, *На этот раз все будет иначе: восемь столетий финансового безрассудства* (Москва: Карьера Пресс, 2011), с. 93–95.

Но вернемся к 1989–1991 годам. Никто не ожидал, что холодная война так молниеносно закончится. Я был воодушевлен крахом советского коммунизма и триумфом либеральной демократии. Я думал, что открывается период мира и стабильного процветания. С тех пор многие развивающиеся страны действительно пережили необыкновенный экономический прогресс, прежде всего Китай, а за ним Индия — две страны, на долю которых приходится 40% мирового населения. Не менее отрядным было наблюдать, как демократия завоевывает все новые важные рубежи — страны Латинской Америки, Африки южнее Сахары и, конечно, Восточную Европу. Сегодня мы наблюдаем, как демократические идеалы проникают в страны арабского и шире — исламского мира, хотя до надежных демократических практик там еще далеко. Появляющиеся режимы, конечно, не только несовершенны, полны пороков, но часто прибегают к насилию и подавлению своих противников. Но, оглядываясь на прошедшие три десятилетия, трудно удержаться от вывода, что при всех неудачах и разочарованиях, действовала общая тенденция к повышению ответственности правительств, усилению рынка в экономике, и, как следствие, у государств становилось больше причин для сотрудничества и меньше — для вражды¹¹. Одним из символов этих многообещающих процессов стало создание в 1996 году Всемирной торговой организации.

Но далеко не все шло в положительном направлении. В 1990-е годы и особенно во время азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов во мне стали расти опасения, что либерализация 1980-х и 1990-х годов породила настоящее чудовище — финансовый сектор, который изнутри разорвет экономику на части. Я поспешил выразить свою тревогу на страницах *Financial Times*. Смутные опасения превратились в твердую убежденность после 2007 года. Но я замечал и другие тревожные симптомы — беспрерывно растущий уровень долга, особен-

11. Оптимистическую оценку этой эволюции, с которой я во многом согласен, дает Дарон Асемоглу. См.: Daron Acemoglu, 'The World our Grandchildren will Inherit: The Rights Revolution and Beyond', National Bureau of Economic Research Working Paper 17994, Cambridge, MA, April 2012, www.nber.org.

но в частном секторе, а кроме того, хроническую проблему слабого спроса в мире.

Не только вера в свободный финансовый рынок и выгоды от постоянно растущего частного долга воспитывали в экономистах губительную гордыню. Еще одним поводом стало создание евро. На дворе стоял 1991 год, Маастрихтское соглашение еще только подписали, а мне в этой аванюре уже угадывался сюжет античной трагедии: сначала хюбрис (гордыня), а затем ате (умопомрачение) и немезис (возмездие)¹². К тому же во многих странах мира, в частности, в странах с более высоким уровнем дохода и свободными рынками, отчетливо проявлялся рост неравенства. Неравенство вредно по многим причинам. Среди них — снижение социальной мобильности. А кроме того, оно сказывается на финансовой стабильности, ведь чтобы скрасить стагнацию или даже сокращение реальных доходов, людям приходится занимать¹³.

Выход из ситуации, найденный три десятилетия назад, сегодня сам превратился в источник проблем. Такое в мировой истории случалось нередко. Но чаще всего это происходит, если какую-нибудь идею довести до крайности. Я полагаю, что сегодня финансовая нестабильность и рост неравенства угрожают либеральной демократии так же, как в 1970-х ей угрожали высокая инфляция и сжатие прибылей. Выучив одни уроки, мы — может быть, неизбежно — совершили новые ошибки.

Термин «либеральная демократия» содержит два слова, каждое из которых соответствует одной из взаимосвязанных, но различных концепций либерализма. Обе они имеют глубокие философские корни. Согласно первой концепции свобода относится к положению человека в рамках закона. Данная форма свободы — автономия личности — соответствует тому, что Исайя Бер-

12. 'Federalism before a Fall', *Financial Times* (3 December 1991).

13. Эта мысль лейтмотивом проходит через книгу Рагурама Раджана, дающую обширную пищу для размышлений. См.: Raghuram Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2010), ch. 1; Рагурам Раджан, *Линии разлома: скрытые трещины, все еще угрожающие мировой экономике* (Москва: Издательство Института Гайдара, 2011), гл. 1.

лин в своем классическом трактате «Две концепции свободы» назвал «негативной свободой»¹⁴. Вторая концепция — это не совсем та «положительная свобода», которую определил Берлин, хотя и связана с его концепцией. Скорее, она характеризует положение человека как гражданина.

Как утверждал в своих поздних работах Альберт Хиршман¹⁵, «голос» — возможность быть услышанным при принятии коллективных решений, затрагивающих интересы индивида, — столь же важен, как и «выход» — возможность индивида выбирать между альтернативами (не только в качестве потребителя, но и как гражданина)¹⁶. Если первая концепция свободы по своему мироощущению английская, то вторая родом из античного мира¹⁷. Индивида, оторванного от общественной жизни, древние афиняне называли словом *idiôtês* — отсюда слово «идиот». Такой человек недостойн звания человека, поскольку он (а греки не допускали, что гражданин может быть женского пола) озабочен только своей частной жизнью, а не жизнью полиса, то есть города-государства, не жизнью коллектива, который дает ему защиту и которому он должен быть не просто предан, но и приносить в жертву все свои жизненные силы.

Идеал либеральной демократии строится на соединении этих двух идей — свободы и гражданства. Он предполагает, что мы не просто имеем право на свой выбор — пока он не противоречит закону. Мы, как сказал Аристотель, «животные политические». По своей при-

14. Isaiah Berlin, 'Two Concepts of Liberty', in Isaiah Berlin, *Four Essays on Liberty* (Oxford: Oxford University Press, 1969); Исайя Берлин, «Два понимания свободы» в: Исайя Берлин, *Философия свободы. Европа* (Москва: Новое литературное обозрение, 2001), с. 122–185.

15. Альберт Отто Хиршман (1915–2012), американский экономист немецкого происхождения, известен как один из создателей индекса Гирфендала — Хиршмана, измеряющего степень монополизации производства в отрасли. — *Примеч. пер.*

16. Albert O. Hirschmann, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970); Альберт О. Хиршман, *Выход, голос и верность: Реакция на упадок фирм, организаций и государств* (Москва: Новое издательство, 2009).

17. Об английской традиции индивидуализма см.: Alan Macfarlane, *The Origins of English Individualism: Family, Property and Social Transition* (Oxford: Blackwell, 1978).

роде мы хотим и имеем право участвовать в общественной жизни. Категория гражданства поднимает мысль о самоценности индивида на политический уровень. Как граждане мы можем и должны действовать сообща. Многие из этих идей Берлин положил в основу своей концепции «позитивной свободы», то есть концепции человека как самостоятельно действующего агента.

К разряду благ, которые граждане должны обеспечивать сообща, помимо таких классических примеров общественных благ, как оборона и охрана правопорядка, можно отнести защиту окружающей среды, финансирование фундаментальных научных исследований, поддержку технологических инноваций, медицинскую помощь, образование, систему социальной помощи — все они полностью или частично обеспечиваются обществом. Когда люди совместно принимают решение о предоставлении подобных благ, это не нарушение свободы, а скорее форма выражения и осуществления этой фундаментальной ценности.

Поэтому сегодня угроза для либеральной демократии — в моем понимании этого слова — вовсе не коммунизм, социализм, воинственные действия рабочих, бушующая инфляция или крах прибыльности бизнеса, как это было в 1970-е годы, а финансовая и экономическая нестабильность, высокая безработица и запредельное неравенство. И опять настал момент, когда баланс приоритетов нужно исправить. Признавая такую необходимость, я не отказываюсь от мнения, что рынки и конкуренция — самые мощные силы, способствующие динамичному экономическому развитию. Так же как и от мнения, что рыночная экономика является одновременно отражением личной свободы и необходимым условием для ее спасения¹⁸. Только люди, свободные распоряжаться своими средствами, могут быть

18. В своей изумительной книге лорд Эдэр Тернер утверждает: «Экономическая свобода не только в сфере потребления, но и в сфере производства — не только право выбирать, что потреблять, но и право открыть новую фирму, работать на самого себя, конкурировать с помощью новых идей — следует признать в качестве желаемой цели в себе и для себя, а не только из-за процветания, которое она приносит» (Adair Turner, *Economics After the Crisis: Ends and Means*. Cambridge, MA, and London: MIT Press, 2012, p. 72).

свободны в своих устремлениях¹⁹. Ведь и демократия не может долго функционировать, если граждане не будут в существенной мере экономически независимы от государства. Но все хорошо в меру, а финансово ориентированный капитализм, возникший в результате рыночной революции, зашел слишком далеко. Такой урок я извлек из кризиса. В настоящей книге я собрал свидетельства в пользу моей точки зрения и надеюсь, они помогут понять, почему теперь я смотрю на мир иначе.

19. Фридрих Хайек выразил эту мысль противоположным образом: «кем бы ни был... верховный контролер, распоряжаясь средствами, он должен будет решать, какие цели достойны осуществления, а какие — нет». Friedrich Hayek, *The Road to Serfdom* (Chicago: Chicago University Press, 1944), p. 68–69; Фридрих Хайек, *Дорога к рабству* (Москва: Новое издательство, 2005), с. 106.

Введение.

«Сдается мне, Тотошка, мы уже не в Канзасе»^{1,2}

В Британии больше нет постоянных крахов и взлетов — наши процентные ставки самые низкие за сорок лет.

И у нас больше нет постоянных остановок и рывков. Мы переживаем самый продолжительный период устойчивого экономического роста за 200 лет.

Гордон Браун, 2004³

Я считаю, что более искусная денежная политика — это, наверное, главный, хотя, безусловно, не единственный фактор, породивший «Великое смягчение». В частности, мне слабо верится, что снижение макроэкономических колебаний за последние два десятилетия — это в основном счастливое стечение обстоятельств, как некоторые утверждают, хотя, конечно, удача нам тоже сопутствовала.

Бен Бернанке, председатель Федеральной резервной системы, 2004⁴

ПРОШЛОЕ всегда загадка. Даже совсем недавнее прошлое — загадка. Тем более загадка, что в голове у политиков. Даже самые разумные и сведущие представители правящих кругов оказались неспособны вообразить, к каким большим изменениям приведет кризис августа 2007 года, который охватит весь

-
1. В видеоизмененном виде материал этой главы о наследстве финансового кризиса можно найти в: Martin Wolf, 'Afterword: How the Financial Crises Have Changed the World', in Robert C. Feenstra and Alan M. Taylor, eds, *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century* (Chicago: University of Chicago Press, 2013).
 2. Реплика Дороти из кинофильма «Волшебник страны Оз» 1939 года. В США стала устойчивой метафорой, означающей конец спокойной, размеренной жизни. — *Примеч. пер.*
 3. Gordon Brown, 'Speech to the Labour Party Conference in Brighton', 27 September 2004, http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk_politics/3694046.stm.
 4. Ben Bernanke, 'The Great Moderation', 20 February 2004, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>.

мир, перетечет в хроническую болезнь в странах с высоким доходом и вызовет хаос в еврозоне.

Но Гордон Браун, в конце концов, политик, а не профессиональный экономист. Неудивительно, что он поддался гордыне. Однако Бен Бернанке — экономист, и чрезвычайно компетентный. Его ошибки, увы, присущи профессиональным экономистам вообще. В феврале 2004 года Бен Бернанке произнес знаменитую речь о «Великом смягчении» (пример жаргона экономистов). Сегодня его речь звучит как рассказ про какой-то фантастический мир — мир без финансового кризиса, законченных экономических болезней, мир поразительной стабильности и безупречной денежной политики⁵. Бернанке не стеснялся в выражениях: «благодаря искусству денежной политики снизилась не только волатильность инфляции, с чем мало кто спорит, но и волатильность выпуска»⁶.

Теперь его слова смотрятся нелепо. Ведущие экономисты ошибались. Они ошибались в отношении механизмов работы экономики на макроуровне, потому что не поняли роль финансовых рисков; они ошибались в отношении финансовых рисков, отчасти потому что не поняли механизмы работы макроэкономики. Работы экономистов, которые все же осознавали причины хрупкости благополучия, не принимались во внимание, поскольку не вписывались в умозрительный мир рациональных агентов, эффективных рынков и общего равновесия, придуманный этими учеными Панглоссами⁷.

Последовавшие экономические потрясения не просто превратили экономическую науку, которая существова-

5. Оборот «Великое смягчение» введен в работе James H. Stock and Mark W. Watson 'Has the Business Cycle Changed and Why?', in Mark Gertler and Kenneth Rogoff, eds, NBER Macroeconomic Annual 2012, vol. 17 (Cambridge, MA: MIT Press, 2003), <http://www.nber.org/chapters/c11075.pdf>.

6. Bernanke, 'The Great Moderation'.

7. Самыми видными среди этих экономистов, преданных забвению, были Хайман Мински и Чарлз Киндельбергер. См., например: Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press, 1986); Хайман Мински, *Стабилизация нестабильной экономики* (Москва: Издательство Института Гайдара, 2016); Charles P. Kindleberger and Robert Z. Aliber, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 6th edn (London: Palgrave Macmillan, 2011); Чарльз Киндельбергер и Роберт Алибер, *Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи* (Санкт-Петербург: Питер, 2010).

ла всего несколько лет назад, в ископаемую диковину наподобие птицы додо. Они изменили (или должны были изменить) мир. Об этом и пойдет речь в книге. Я не собираюсь в подробностях описывать историю кризиса. Вместо этого я постараюсь разобраться, что кризис сообщает нам об экономике и экономической науке. Только досконально разобравшись в этом событии, можно размышлять о должном и затем сравнивать его с тем, что было сделано и делается сейчас. Можно ли сказать, что сейчас мы пошли надежной тропой? Я так не считаю, и на то у меня есть основания.

План книги

Из первой части, озаглавленной «Шоки», читатель узнает, как финансовые кризисы, охватившие развитые страны после 2007 года, создали мир в том виде, каким он был на начало 2014 года. Да, глобализация продолжается. Но недавние финансовые кризисы, самые разрушительные за послевоенную эпоху, сделали неустойчивой мировую экономику и ослабили экономику стран с высоким уровнем доходов.

Глава 1, начинающая первую часть книги, рассматривает глобальный финансовый кризис и его последствия, уделяя особое внимание текущему экономическому состоянию стран с высоким уровнем доходов. Экономисты-ортодоксы полагали, что финансовые кризисы подобного размаха в общем и целом невозможны. И все-таки они случились. Масштабы финансовых кризисов были чрезвычайны, и на борьбу с ними привлекли столь же чрезвычайные меры экономической политики — выкуп активов банковской системы, невиданные объемы денежного стимулирования, огромные бюджетные дефициты. Хотя ценой титанических усилий удалось остановить сползание к новой Великой депрессии, они не вернули экономику стран с высоким доходом к прежнему благополучию. Правительства столкнулись с последствиями в виде высокой безработицы, замедления роста производительности, эффекта снижения кредитного рычага и растущего беспокойства о состоянии бюджетов. Множились разнообразные вариации японской болезни.

Глава 2 описывает кризис еврозоны. Остановка потока кредитов в 2008 году вскрыла структурные недуги валютного союза. Как следствие, меры экономической политики не соответствовали масштабу проблемы и смогли лишь кое-как предотвратить распад еврозоны. Несмотря на некоторые успехи в борьбе с кризисом, будущее послевоенного европейского проекта остается в тумане — двинуться вперед к сплочению союза не получается, вернуться к независимости кредитно-денежных систем — тоже.

В главе 3, завершающей часть I, рассматриваются последствия кризисов в странах с формирующимся рынком. В целом, несмотря на ослабление стран с высоким доходом, экономический рост на формирующихся рынках остается быстрым. Но и в них, в том числе в Китае и Индии, растут опасения по поводу избыточного частного и государственного долга и пузырей на рынках активов. К тому же чрезвычайная денежная политика в развитых странах и огромный отток капитала оттуда в поисках более высокой доходности создали для правительств развивающегося мира мучительную дилемму: смириться с более высоким обменным курсом и снижением конкурентоспособности экспорта или же противостоять ему, к примеру, вмешиваясь в работу валютных рынков и рискуя навлечь новую опасность — потери контроля над денежной политикой, раздувания кредита, инфляции и финансового крушения. Наконец, постепенно появляются признаки замедления роста. Нужны дальнейшие структурные реформы.

Вторая часть — «Сдвиги» — прослеживает путь, по которому экономика пришла к нынешней точке. Каковы источники уязвимости, приведшие к столь масштабным финансовым и экономическим шокам? Если мы не хотим повторения этих бедствий в будущем, нужно докопаться до их корней.

Глава 4, которая открывает вторую часть книги, посвящена проблеме финансовой хрупкости. Почему главные звенья финансовой системы дали трещину? Может быть, потому что финансовая система по своей сути уязвима? Может, всему виной отдельные ошибки экономической политики, допущенные до и во время кризиса? А может, как утверждают некоторые, роковыми стали

ошибки, сделанные при борьбе с кризисом, а не до него? Каждое из этих предположений отчасти верно.

В этой главе разобраны источники хрупкости, присущей всем финансовым системам. Затем рассматриваются конкретные факторы, ослабившие устойчивость финансовых систем перед 2007 годом: развитие «теневого» банковского сектора, рост сложности и числа взаимосвязей в финансовой сфере, роль «морального риска», характер обязательств, принимавшихся на себя правительствами в период кризиса. Также в ней говорится об ошибках правительств, переоценивших ресурс таргетирования инфляции для управления экономикой.

При всем этом, как покажет глава 5, уязвимость экономики к кризису была вызвана не только событиями внутри финансовой системы. За ними стояли глобальные экономические феномены, в первую очередь глобальный избыток сбережений и сопутствующий кредитный пузырь, которые, в свою очередь, можно связать с тем, что произошло несколько взаимосвязанных экономических сдвигов. Среди них центральное место занимало усиление глобального дисбаланса, вызванное стремлением развивающихся стран экспортировать капитал в развитые страны, которым те не сумели эффективно воспользоваться. После кризиса в Азии реальные процентные ставки во всем мире опустились до необычайно низких уровней. Это спровоцировало бум на рынках активов, переросший в пузырь. Второй важной причиной избытка сбережений было перераспределение дохода от труда к капиталу и между наемными работниками. В этой главе утверждается, что разные популярные объяснения макроэкономических причин кризиса — в частности, указывающие на мягкость денежной политики, — путают причины со следствиями. Причину растущих дисбалансов и, соответственно, избытка сбережений следует искать в более фундаментальных сдвигах в мировой экономике, вызванных либерализацией, новыми технологиями и старением населения, которые привели к глобализации, усилению неравенства и сокращению инвестиций в странах с высоким уровнем доходов.

Глава 5 также расскажет, как сочетание кредитного пузыря и избытка сбережений, а также внутренние присущие еврозоне дефекты институциональной структуры

привели ее к столь острому кризису. Необходимо понимать взаимодействие между пятью элементами: изъяны институциональной конструкции; ошибки экономической политики, допущенные в странах-кредиторах и странах-заемщиках до кризиса; хрупкость финансовой сферы, в особенности банковской системы в странах еврозоны; ошибки денежной политики; неудачи в поиске действенных путей по выходу из кризиса. Итогом стало сохранение высокой угрозы крушения системы и, соответственно, разрушительных последствий для экономической стабильности на континенте.

Третья часть книги — «Решения» — задается вопросом, куда нам *следует* двигаться. До сих пор самой яркой отличительной чертой антикризисных мер было желание ограничиться минимальным вмешательством, чтобы «вернуть все как было». Это касается и макроэкономической политики, и реформы финансового сектора, и реформы еврозоны. Все это вполне объяснимо. Но этих мер явно недостаточно. Если на этом остановиться, оживление наверняка будет слабым, неравномерным и в будущем следует ожидать еще больших кризисов.

Глава 6, с которой начинается третья часть, обращается к поиску более удачных экономических концепций. Кризис вскрыл грубое непонимание механизмов работы современной экономики, из-за чего возникли огромные ошибки в политике до кризиса и после него, как в случае бюджетной политики. Необходимо понять, как в свете пережитых событий выглядит ортодоксальная экономическая наука последних десятилетий. Правда ли, что представители австрийской и посткейнсианской экономических школ ближе подошли к истине, чем ортодоксальные экономисты, возглавлявшие центральные банки и консультировавшие министерства финансов? Ответ на этот вопрос утвердительный — неортодоксальные экономисты в самом деле оказались больше правы, нежели ортодоксальные. Экономическая наука стоит перед большим вызовом, и предстоит много смелых экспериментов. Некоторые уверяют, что пора вернуться к золотому стандарту. Глава 6 объяснит, почему это утопия. При этом бесспорно, что связь между денежными и финансовыми явлениями — важнейший вопрос, и он требует внимания.

В главе 7 мы поговорим о том, как улучшить финансовую систему. Разговор начнется с реформ, которые сейчас предпринимаются. Достаточно ли их, чтобы обезопасить экономику в будущем? Затем будут рассмотрены дополнительные пути реформ, в том числе введение более высоких требований к достаточности капитала и даже предложение полностью отказаться от практики частичного банковского резервирования. Основной вывод из этих рассуждений заключается в том, что дальнейшая радикальная реформа жизненно необходима, поскольку в нынешнем виде финансовая система неотрывно связана с государством. Это создает губительные стимулы, в конце концов угрожающие уничтожить финансовую состоятельность государства. Особая слабость финансового сектора — его тяга к созданию пузырей на рынке недвижимости. Разрастание кредитного навеса на узкой основе земельных активов — постоянный источник неустойчивости.

Глава 8 обращается к вопросу, как исправить экономику — и на национальном, и на глобальном уровне. Начинать следует с вопроса о том, как обеспечить более быстрое и сбалансированное восстановление. Для этого требуется гораздо более активная денежно-кредитная и в особенности бюджетная политика. В ее отсутствие будущее экономики потонет в густом сумраке. Экономические власти совершили большую ошибку, когда в 2010 году, не раздумывая, принялись осуществлять меры жесткой экономии. Но если мы хотим вернуться к докризисным темпам роста и уравновесить спрос и предложение, избегая новых угроз для стабильности в виде кредитного и фондового пузырей, в более отдаленной перспективе перед нами лежат серьезные препятствия. Очевидно, что требуется крупное расширение инвестиций и чистого экспорта. Но для обоих есть преграды. Необходимо, чтобы мировая экономика вернулась к равновесию и капитал широкой рекой потек из развитого мира в развивающийся. Глава 8 объяснит, как это можно сделать и почему это так трудно. Потребуются реформы глобальной денежной системы. Среди прочего есть много аргументов в пользу создания нового резервного актива, который избавил бы развивающиеся страны от необходимости проводить меркантилистскую

политику. Но если этого не будет на практике, что более вероятно, и страны с высоким доходом не смогут вызывать подъем инвестиций, им придется пойти на радикальную реформу денежной сферы, включая прямое финансирование бюджетного дефицита.

Глава 9 — заключительная в третьей части — изучает варианты реформ в еврозоне. Сегодня еврозона стоит перед экзистенциальным вызовом. Она должна либо распасться — частично или полностью, — либо создать минимально необходимый набор институтов и политических мероприятий, способных серьезно улучшить ее работу. Отказ от еврозоны нельзя сбрасывать со счетов, однако он поднимет огромный финансовый, экономический и политический шторм, который не стихнет в кратко- и среднесрочной перспективе. Он может продолжаться намного дольше, если следом по швам начнет расползаться весь проект европейской интеграции. Другой путь — повышать эффективность помощи странам, испытывающим временные трудности, развивать бюджетный федерализм, повышать финансовую интеграцию, дать центральному банку больше свободы для поддержки экономики и разработать механизмы, которые обеспечили бы обоюдный характер процессу исправления дисбалансов конкурентоспособности. Без изменений такого рода еврозона никогда не будет исправно работать, и даже они не гарантируют ее выживание в долгосрочном периоде.

Наконец, в заключении еще раз будет сказано о значении кризиса для всего мира. Есть все основания полагать, что это поворотный пункт. Если мы хотим достичь большей стабильности, нужны фундаментальные реформы. Глобализации нужно одновременно и больше, и меньше: регулирование и сотрудничество должны стать более глобальными, а отдельным странам нужно предоставить больше свободы определять, как отвечать на давление, оказываемое глобализующимся миром. Процессы всемирной интеграции и развития ставят грандиозную долгосрочную задачу: обеспечить должный уровень предложения глобальных общественных благ, а именно — стабильность в мировой экономике, мир и, прежде всего, качество управления глобальными экологическими вызовами. Но с этими вызовами

не удастся справиться, если сначала не преодолеть последствия кризиса. Кроме того, решать все эти проблемы придется в новых условиях — когда глобальное влияние и ответственность переходят от некогда главенствовавших западных держав к державам, восходящим на мировую арену.

Чем важны шоки

Почему важны все эти рассуждения? Ответ заключается в том, что финансовые и экономические кризисы Запада преобразили мир. Они изменяют ход событий, вносят коррективы в наше понимание происходящего и в то, как мы должны действовать.

Начнем с очевидного. Мировая экономика оказалась совсем не такой, как думало большинство людей в 2007 году. Экономические системы, считавшиеся полными сил, оказались слабыми. Во всех ключевых странах с высоким уровнем доходов выпуск остается намного ниже докризисного уровня, а темпы роста в основном гораздо ниже ожидаемых ранее. В ряде ведущих стран, прежде всего во Франции, Италии, Японии и Великобритании, уровень экономической активности в 2013 году оставался ниже докризисного пика. Кроме того, сохранялась высокая безработица. Появлялось все больше оснований ожидать, что, как ни печально, ряду стран с высоким доходом предстоит испытать нечто похожее на затяжную болезнь экономики Японии. Не исключено, что дела у них пойдут даже хуже, чем у Японии, — пока что именно к этому все и идет.

В то же время большинство стран с формирующимися рынками восстановились довольно быстро. Отчасти это происходило потому, что они замещали утраченный внешний спрос внутренним стимулированием экономики. В краткосрочной перспективе это сработало, особенно в Китае. Но подобная политика создавала новые затруднения в виде инвестиций низкого качества, пузырей на рынках активов, плохих долгов и, как следствие, не обеспечивала устойчивый рост. При этом страны с переходными экономиками не могли возвратиться к стратегии экономического роста на основе экс-

порта и накопления резервов, которую самые успешные из них проводили перед кризисом. Этому мешала слабость частного спроса в странах с высоким доходом и в особенности потеря кредитоспособности большим числом домохозяйств. В общем устранение последствий кризиса стало серьезным вызовом для экономической политики почти всех стран мира.

Вследствие этих непредвиденных экономических проблем странам, пострадавшим от кризиса, приходилось переносить такие трудности с бюджетом, каких они себе до этого и представить не могли. Как показали в своей работе Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф, ныне представляющие Гарвардский университет, бюджетный кризис — это неизбежный спутник финансового кризиса, во многом из-за того, какой эффект оказывает на доходы и расходы государства снижение прибылей и экономической активности, с одной стороны, и повышение безработицы — с другой. К этому добавляются прямые расходы из бюджета на спасение банков⁸. Как и следовало ожидать, самая тяжелая ситуация с бюджетом сложилась в тех странах, которые напрямую пострадали от финансового кризиса, таких как США, Великобритания, Ирландия и Испания, а не в странах, пострадавших от него косвенно, например через внешнюю торговлю. Трудности усугублялись тем, что долгосрочные бюджетные показатели стран, напрямую пострадавших от кризиса, и без того были шаткими вследствие старения населения. Теперь же последствия кризиса резко сузили пространство для бюджетного маневра.

Вместе с бюджетом тяжело пострадала и денежная сфера. В сегодняшней системе кредитных денег их предложение является побочным продуктом частной эмиссии кредита. Центральные банки регулируют цену денег, а совместно с правительством еще и гарантируют полноценную конвертируемость депозитных денег в деньги государства, причем центральный банк выступает в ка-

8. См.: Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2009), p. 231–232; Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф, *На этот раз все будет иначе: восемь столетий финансового безрассудства* (Москва: Карьера Пресс, 2011), с. 272–274.

честве кредитора последней инстанции, а правительство — в качестве поставщика прямого или косвенного страхового покрытия для обязательств. Однако в условиях столь острого финансового кризиса центральные банки вышли далеко за пределы стандартных операций. Они не только понизили учетную ставку до беспрецедентно низкого уровня, но и невероятно расширили свои балансы, что может привести к негативным долгосрочным последствиям.

Самое очевидное изменение — это трансформация отношений финансового сектора и государства. Кризис поставил важнейшие мировые финансовые институты в зависимость от правительственной поддержки. Кризис напомнил, что бывают такие институты, которые слишком велики или слишком тесно сплетены между собой, чтобы им позволили обанкротиться. Он подтвердил тезис о том, что финансовая система существует под опекой государства, а не как самостоятельная часть рыночной экономики. Он показал всю хрупкость финансовой системы. В итоге кризис нанес огромный урон вере в рыночно ориентированную модель глобальной финансовой системы и, как следствие, вере в так называемую англо-саксонскую модель финансового капитализма — систему, в которой финансовые рынки распределяют не только ресурсы, но и права собственности, а также диктуют, как нужно управлять компанией. Как следствие, удалось продавить существенную реформу финансовой системы. Кроме того, стала неизбежной дискуссия о надлежащем месте и внутренней структуре финансовой отрасли. Еще одним следствием стало снижение интереса стран с переходными экономиками к интеграции в глобальную финансовую систему.

В результате серии кризисов страны с высоким доходом утратили прежний престиж. Эти страны, прежде всего США, несмотря на постоянное снижение доли в населении мира, продолжали экономически и политически господствовать на всем протяжении послевоенной эпохи. Отчасти это объяснялось тем, что, имея крупнейшие экономики, они властвовали над глобальной торговлей и финансами. Кроме того, они контролировали глобальные экономические институты. Сколько бы остальной мир ни возмущался их властолюбивыми за-

машками, приходилось признавать, что они знают, что делают, по крайней мере, в области экономической политики. Финансовый кризис и последовавший экономический спад разрушили эту веру. Что еще хуже, сравнительный успех китайского государственного капитализма привел к тому, что наряду с утратой привлекательности западной финансовой модели капитализма ослабла и вера в западную демократию.

Кроме того, серия кризисов ускорила передачу экономической власти и влияния, которая и так уже шла полным ходом. Согласно данным Международного валютного фонда, с 2007 по 2012 год совокупный валовой внутренний продукт стран с высоким доходом увеличился на 2,4% в реальном выражении, в том числе ВВП США вырос на 2,9%, а стран еврозоны — упал на 1,3%. За тот же самый период реальный ВВП формирующихся экономик вырос на 31%, в том числе Китая и Индии — на 39 и 56%. Такая быстрая трансформация относительного экономического влияния не знает примеров в истории. Скорее всего, уже сейчас Китай — крупнейшая экономика в мире, если оценивать ее по паритету покупательной способности, и к началу следующего десятилетия она будет крупнейшей при оценке по рыночным ценам. Кризис ускорил этот глубинный сдвиг в мировой экономике.

Крупный финансовый и экономический кризис 1930-х годов также произошел на фоне состоявшейся передачи экономической власти. Возвышение США до статуса великой экономической державы в начале XX века и непоколебимая устойчивость ее платежного баланса, проявившаяся после Первой мировой войны, обусловили как масштаб глобального экономического кризиса, так и неэффективность борьбы с ним в 1930-е годы. Сейчас, глядя на период 2007–2012 годов, мы видим, что возвышение Китая до ранга новой экономической сверхдержавы было в числе объяснений причин глобальных дисбалансов, вызвавших кризисы. К счастью, на этот раз удалось принять эффективные меры. В будущем события могут складываться не столь удачно. Изменения глобального баланса сил всегда чреваты геополитическими и геоэкономическими угрозами, потому что прежний лидер больше не может блюсти должный

политический и экономический порядок, а возвышающаяся держава не видит в этом необходимости.

Сверх того, кризис создал принципиальную угрозу функционированию глобальной экономики. Одна из самых характерных черт докризисной глобальной экономики — и одна из причин кризиса — это огромные нетто-потоки капитала из формирующихся экономик, которые вкладывались в предположительно надежные активы стран с высоким доходом. Правительства стран с формирующимися экономиками придавали этим потокам организованную форму, проводя интервенции на валютные рынки и накапливая огромные резервы иностранной валюты, которые к концу сентября 2013 года достигли 11,4 трлн долларов, помимо 6 трлн долларов, находившихся в суверенных фондах⁹. Утилизация профицита текущего счета и притока частного капитала посредством организованного государством оттока капитала, одними обозначаемая как «избыток сбережений», а другими — как «избыток денег», стала одной из причин кризиса. Совершенно очевидно, что эти потоки были неустойчивы, поскольку страны с высоким доходом явно не были способны эффективно задействовать эти средства. Кризис преобразил мир и в этом отношении: прежняя, подтачивавшая стабильность траектория больше не могла продолжаться¹⁰.

Более того, под угрозой оказалась и финансовая глобализация. Дело в том, что, несмотря на растущую экономическую интеграцию государств, их политический порядок продолжает оставаться национально ограниченным. В случае финансового сектора налогоплатель-

9. International Monetary Fund, 'Currency Composition of Official Foreign Currency Reserves (COFER)', 30 December 2013, <http://www.imf.org/External/npr/sta/cofer/eng/index.htm>, а также Sovereign Wealth Fund Institute, 'Sovereign Wealth Fund Rankings', <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

10. Роль глобальных дисбалансов как причины кризиса — одна из главных тем моей книги Martin Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore and London: Johns Hopkins University Press, 2008 и 2010), в особенности см. главу 8 переработанного издания. См. также: Oscar Jordà, Moritz Schularick and Alan M. Taylor, 'Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances', National Bureau of Economic Research Working Paper 16567, December 2010, www.nber.org, а также: Alan M. Taylor, 'The Great Leveraging', National Bureau of Economic Research Working Paper 18290, August 2012, www.nber.org.

щикам пришлось спасать фирмы, львиную долю своих операций осуществлявшие за рубежом. Схожим образом им пришлось защищать свои финансовые учреждения от угроз, исходивших из-за рубежа, в том числе вызванных некомпетентностью и злоупотреблениями регуляторов. С политической точки зрения такая ситуация неприемлема. Отсюда видятся два выхода: либо откат финансовой глобализации, либо усиление регулирования на глобальном уровне. Нигде этот выбор не стоит острее, чем внутри еврозоны, — об этом говорит лорд Эдэр Тернер, председатель Управления по финансовому надзору и регулированию Великобритании. Причина в том, что финансовые рынки более интегрированы, а политическая автономия стран при этом меньше, чем где-либо еще¹¹. На практике Европу, скорее всего, ожидает некое сочетание обоих путей. Но то же самое касается и мира в целом, где растет напряжение между желанием ввести хотя бы минимальный общий стандарт регулятивных норм и желанием сохранить внутреннюю автономию регулирования¹². Подобная тенденция к деглобализации может не ограничиться финансами. Сочетание медленного роста и усиливающегося неравенства, высокой безработицы, финансовой нестабильности, так называемых валютных войн и государственных дефолтов может подорвать легитимность глобализации во многих других отношениях.

Кризис неизбежно приведет к полномасштабным институциональным изменениям во многих областях экономической политики на национальном, региональном и глобальном уровнях. Очевидные сферы, требующие реформ, — это финансовое регулирование, функциони-

11. Adair Turner, 'Financial Risk and Regulation: Do we Need More Europe or Less?', 27 April 2012, Financial Services Authority, <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2012/0427-at.shtml>.

12. Еще один пример деглобализации — предложение выделить глобальные инвестиционные операции универсальных банков в отдельные юридические лица, отделив их от коммерческих операций. Это предложение было выдвинуто Независимой банковской комиссией Великобритании, в которой я участвовал. Она была создана коалиционным правительством, а руководство над ней было поручено сэру Джону Виккепсу. См.: Independent Commission on Banking, Final Report: Recommendations, September 2011, London, <http://bankingcommission.s3.amazonaws.com/wp-content/uploads/2010/07/ICB-Final-Report.pdf>, ch. 3.

рование денежных систем, управление и экономические институты на глобальном уровне. И реформы идут. Но большие вопросы остаются без внимания и без решения, в первую очередь вопросы о глобальном денежном и валютном режиме. О многом говорит тот факт, что в самом начале кризиса группа семи ведущих развитых стран передала неформальную эстафету глобального управления группе из двадцати стран, и этот сдвиг означал гораздо большую представительность, хотя и ценой снижения эффективности решений. Это лишь одно затруднение, создаваемое необходимостью учитывать точки зрения и интересы гораздо более широкого круга игроков, чем ранее.

Что бы ни происходило на глобальном уровне, кризис стал вопросом жизни и смерти для еврозоны и для всего послевоенного «европейского проекта». Выход отдельных стран из еврозоны по-прежнему нельзя исключить, хотя риски этого уменьшились с начала кризиса. Подобный сценарий подвергнет опасности единый рынок и вообще Европейский союз. Если это случится, то европейский проект впервые сделает шаг назад, что нанесет огромный урон его престижу и вере в его осуществимость. Что хуже всего, если разрыв произойдет, то он будет выражать — и усугублять — потерю доверия между народами и странами Европы, что лишит их возможности совместно решать проблемы Европы и эффективно действовать на мировой арене. К счастью, экономические власти осознают эти риски. И все-таки, даже если все проблемы удастся разрешить, что вполне вероятно, страны Европы останутся замкнутыми в себе на долгие годы вперед. Если все проблемы не удастся разрешить, крах европейской модели интеграции пошатнет веру в, пожалуй, самую многообещающую, при всех своих недостатках, попытку мирной международной интеграции в истории.

Однако самым кардинальным образом после кризиса изменилась или должна была измениться интеллектуальная сфера. Кризисы показали, что устоявшиеся представления о том, как и насколько хорошо работают самые продвинутые мировые экономики и финансовые системы, не имеют ничего общего с действительностью. Для экономической науки это нелицеприятный

факт, как и для тех, кто отвечает за экономическую политику, — центральных банкиров, финансовых регуляторов, руководства финансовых министерств. В конечном счете, как говорил Кейнс, миром правят идеи. И экономисты, и власти должны изменить свою картину мира во многих важных отношениях. Общепринятая точка зрения, сложившаяся до кризиса и ярко выраженная в речи Бернанке о роли денежной политики в Великом смягчении, сегодня смотрится как образец самодовольства и прямо-таки тщеславия. Мир изменился. Как следствие, теперь начался бурный рост идейного разнообразия, и многие неортодоксальные школы усиливают свое влияние, тогда как неоклассическая ортодоксия переживает расколы. Похожее бурление происходило в 1930-х и 1940-х годах, а затем вновь в 1970-х годах. Возможность достичь процветания глобально интегрированной экономики, конечно, остается. Но, по всей видимости, задача будет гораздо труднее, чем могло себе представить большинство экспертов. В 1930-х годах мир с ней не справился. Может быть, на этот раз получится? Я искренне на это надеюсь. Главные события впереди. Ведь, как говорила Дороти в «Волшебнике страны Оз»: «Знаешь, Тотошка, сдается мне, мы уже не в Канзасе».

Часть I

Шоки

Пролог

ПЕРВЫЕ сигналы, что на западный мир опускается череда финансовых и экономических кризисов, поступили летом 2007 года, а осень 2008 года стала высшей точкой кризиса. Правительства ответили беспрецедентными мерами по спасению экономики. Благодаря им в 2009 году удалось развернуть вектор экономического движения. Однако восстановление, начавшееся в странах с высоким доходом, доставляло сплошные огорчения: выпуск оставался низким, безработица застряла на высоких отметках, дефициты бюджета не снижались, и все это несмотря на необыкновенно мягкую по тогдашним меркам денежную политику. Все это начинало выглядеть как западный вариант затяжного недуга, настигшего Японию после крушения «финансового пузыря».

Один из постоянных поводов для тревоги — превращение западного кризиса в глубокий кризис еврозоны после 2010 года. Водоворот кризиса поглотил Грецию, Ирландию, Португалию, Испанию и даже Италию. Все эти страны провалились в глубокую рецессию, если не сказать депрессию¹. Стоимость кредита долго остава-

1. Ни для рецессии, ни для депрессии (и различий между ними) нет точных определений. В США рецессией принято считать два последовательных квартала отрицательного экономического роста. Но вот что говорит на этот счет Национальное бюро экономических исследований, авторитетная организация, отвечающая за измерение рецессий: «Рецессия (сжатие) — это отрезок времени от пика до дна, а расширение — это отрезок времени от дна до пика. Во время рецессии происходит существенное снижение активности по всей экономике, и оно может продолжаться от нескольких месяцев до нескольких лет» (<http://www.nber.org/cycles/recessions.html>). Депрессия — это разновидность рецессии. Депрессия отличается чрезвычайной глубиной спада и его длительностью. Рецессии происходят довольно часто, депрессии (или застои) — довольно редко.

лась на высоком уровне. К началу 2013 года ощущение кризиса несколько спало. Но хроническое недомогание экономики сохранилось, и нет никакой уверенности, что наступит прочное восстановление или ситуация хотя бы не начнет ухудшаться.

Тем временем развивающийся мир в целом преуспевает. Самый сильный удар пришелся по странам Центральной и Восточной Европы, многие из которых перед кризисом имели большой дефицит текущего счета. Как и входящие в еврозону страны Южной Европы, они внезапно начали задыхаться от нехватки иностранного капитала. Остальной развивающийся мир и страны с развивающимися рынками отделались малой кровью. Им помогли большие успехи в области экономической политики в предшествующие десятилетия. Особое значение имело укрепление их внешней финансовой позиции, в том числе накопление крупных валютных резервов, в частности в азиатских странах с развивающимися рынками и в первую очередь в Китае. Это дало им определенную свободу расширения внутреннего спроса и позволило быстро вернуться к процветанию, несмотря на кризис. Многие развивающиеся страны и рынки, неспособные расширить спрос самостоятельно, выигрывали от чужих мер стимулирования, особенно китайских. Это в первую очередь касалось стран — экспортеров сырья. В этом состоит главный и, по-видимому, долговременный сдвиг в мировой экономике: бывший центр приобретает черты периферии. Но слабо верится, что проводимая на развивающихся рынках политика стимулирования будет устойчивой, а следовательно, принесет процветание на фоне экономического упадка стран с высоким доходом. Самая серьезная угроза — это резкое замедление китайской экономики, за которым наверняка последует снижение цен на сырье.

ГЛАВА 1

От кризиса к мерам жесткой экономии

С практической точки зрения главная проблема предотвращения депрессий решена и, в сущности, решена много десятилетий назад.

Роберт Лукас, 2003

Когда в июле 2006 года меня назначили на пост министра финансов, я прекрасно знал, что бывают финансовые кризисы, что большие финансовые институты могут дать сбой. Я был свидетелем серьезных рыночных потрясений, когда обанкротились или оказались на грани банкротства банки *Continental Illinois*, *Drexel Burnham Lambert*, *Salomon Brothers* и другие. За исключением кризиса ссудно-сберегательных ассоциаций¹, все эти эпизоды были вызваны крахом какой-то одной организации, как и в случае с хедж-фондом *Long-Term Capital Management* в 1998 году.

Кризис, начавшийся в 2007 году, был гораздо тяжелее и намного опаснее для американской экономики и американцев. С марта по сентябрь 2008 года восемь крупных американских финансовых институтов потерпели крушение: *Bear Stearns*, *IndyMac*, *Fannie Mae*, *Freddie Mac*, *Lehman Brothers*, *AIG*, *Washington Mutual* и *Wachovia*, причем шесть случаев пришлось на сентябрь. И урон понесли не только США. Более двадцати европейских банков в десяти странах было спасено правительствами в июле 2007 — феврале 2009 года. Этот финансовый кризис, самый разрушительный со времен Великой депрессии, повлек за собой страшнейшую рецессию в США и нанес огромный ущерб всему миру. И все-таки последствия могли быть страшнее. Если бы правительство США и других стран не проявило особенную энергию, в США под воду ушло бы еще немало финансовых институтов и экономический урон был бы намного больше и чувствовался бы намного дольше.

Хэнк Полсон, «На краю» (2010)

У ХЭНКА ПОЛСОНА неоднозначная репутация. Многие американцы считают, что он был слишком щедр, спасая Уолл-стрит. Другие обвиняют его в излишней скупости. В своей книге «Капитализм 4.0»,

1. Ссудно-сберегательная ассоциация — разновидность кредитного учреждения, принимающего депозиты и выдающего залоговые кредиты своим членам. В период с 1986 по 1995 год закрылось 1043 из 3234 ассоциаций. — *Примеч. пер.*

дающей богатую пищу для размышлений, британский журналист Анатолий Калецки возлагает на Полсона вину за катастрофу. Он пишет: «Эффект домино, поразивший американские финансовые институты осенью 2008 года, не был вызван каким-либо ухудшением экономических условий; его вызвали непредсказуемые действия министерства финансов США и его непродуманные шаги сначала в ситуации с компаниями *Fannie* и *Freddie*, а затем с банком *Lehman* и, наконец, с *AIG*»².

Как бы ни мы ни относились к возможной виновности господина Полсона, с его изложением событий 2007–2008 годов не поспорить. В этой главе я не стану подробно описывать, как разворачивался кризис, поразивший ведущие страны с высоким доходом. Эта работа сделана в других публикациях³. Я хочу сосредоточиться на его масштабе, чрезвычайных антикризисных мерах и его последствиях для экономики. Я отложу рассмотрение экономических и финансовых истоков кризиса до второй части книги, а его воздействие на развиваю-

2. Anatole Kaletsky, *Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy* (London: Bloomsbury, 2010), p. 147–148.

3. Событиям кризиса посвящено несметное число книг. Подробное описание кризиса в США, на мой взгляд, лучше всего дано в Andrew Ross Sorkin, *Too Big to Fail: Inside the Battle to Save Wall Street* (London: Penguin, 2010); Эдрю Росс Соркин, *Слишком большие, чтобы рухнуть. Инсайдерская история о том, как Уолл-стрит и Вашингтон боролись, чтобы спасти финансовую систему от кризиса и от самих себя* (Москва: Corpus, 2013) и Alan S. Blinder, *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead* (New York: Penguin 2013). Роберт Скидельски дает превосходную хронику кризиса в: Robert Skidelsky, *Keynes: The Return of the Master* (London: Allen Lane, 2009), ch. 1; Роберт Скидельски, *Кейнс. Возвращение Мастера* (Москва: Юнайтед Пресс, 2011). Также я рекомендую статью: Thomas Ferguson and Robert Johnson, 'Too Big to Bail: The "Paulson Put," Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown', *International Journal of Political Economy*, vol. 38, no. 2 (Summer 2009), p. 5–45. Более масштабная картина кризиса представлена в: Joseph Stiglitz, *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy* (New York: W. W. Norton 2010); Джозеф Стиглиц, *Крутое пики. Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса* (Москва: Эксмо, 2011); Nouriel Roubini and Stephen Mihm, *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* (London: Penguin Books, 2011); Нуриэль Рубини и Стивен Мим, *Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям* (Москва: Эксмо, 2011). Воспоминания тех, кто непосредственно участвовал в борьбе с кризисом, см. в: Alistair Darling, *On the Brink и Alistair Darling, Back from the Brink: 1,000 Days at Number 11* (London: Atlantic Books, 2011).

щиеся страны и страны с формирующимися рынками, очень специфическое, проанализирую в главе 4. В центр внимания я помещаю страны с высоким уровнем доходов для того, чтобы показать экстраординарный характер произошедшего. После всех событий совершенно недопустимо делать вид, будто можно вернуться к прежним интеллектуальным установкам и к прежней экономической политике.

Масштаб кризиса

В 2000-е годы на первый план выдвинулись четыре экономических явления: большие диспропорции платежных балансов; бурный рост цен на жилье и интенсивное жилищное строительство в ряде стран с высоким доходом, в первую очередь в США; быстрый рост размеров и прибыльности финансового сектора, испытавшего дерегулирование; стремительный рост частного долга в ряде стран с высокими доходами, в первую очередь в США, а также в Великобритании и Испании. Все эти явления, как мы увидим в дальнейшем, были тесно связаны. Мало кто из наблюдателей верил, что эти тенденции могут продолжаться бесконечно. Но было непонятно, когда наступит конец и будет ли он плавным, резким или катастрофическим.

Наступили 2007–2008 годы и стало ясно: конец катастрофический. Уже в марте 2008 года я следующим образом оценивал разворачивающийся кризис:

Почему этот кризис имеет такое большое значение? Он станет испытанием для самой развитой из существующих финансовых систем. Его очаг — центральная часть главной финансовой системы в мире; это сделки, где участвуют самые передовые финансовые учреждения, имеющие на вооружении самые изощренные методы секьюритизации и самую передовую систему управления рисками. И, несмотря на все, финансовая система взорвалась: и рынок краткосрочных частных облигаций, и межбанковский рынок кредита — оба они застыли на долгие месяцы; бумаги, обеспеченные активами, источали угрозу; рейтинги, выданные рейтинговыми агентствами, оказались выдумкой; центральные банки вынуждены были вкачать огромные объемы ликвидности; охваченная паникой Федеральная резервная

система, пусть и нехотя, пошла на рекордное сокращение процентных ставок⁴.

Но самое худшее готовил 2008 год.

Большинство наблюдателей заметили начало кризиса 9 августа 2007 года, когда Европейский центральный банк влил 94,8 млрд евро на рынки. Его действия отчасти были вызваны заявлением банка *BNP Paribas* о том, что тот не сможет вернуть деньги трем из четырех инвестировавшим в него фондов⁵. Это событие послужило ясным сигналом: кризис не ограничится США, так как финансовая система стала глобальной и «токсичные бумаги» (рыночные обязательства сомнительной стоимости) разошлись по всему миру. Дальше — хуже. Вопреки всему, что защитники новой саморегулирующейся финансовой системы провозглашали с такой настойчивостью и убедительностью, риски очутились в руках вовсе не тех, кто мог лучше всего с ними справиться, а тех, кто осознавал их меньше всего⁶. В числе последних оказались немецкий региональный банк *IKB*, один из примеров ужасающе некомпетентного управления, и не менее восьми муниципалитетов в Норвегии⁷. Изрядно обобранные, эти конторы ожидаемо всполошились, когда поняли, что за активы они по своей глупости согласились приобрести.

4. Martin Wolf, 'Session 3 (Round Table) Financial Globalisation, Growth and Asset Prices', in International Symposium: Globalisation, Inflation and Monetary Policy, Banque de France, March 2008, http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie-et-Statistiques/La_recherche/GB/session3b.pdf.

5. Richard Beales, Paul J. Davies, Chris Flood, Krishna Guha, Richard Milne and Gillian Tett, 'ECB Injects Euros 95bn to Aid Markets', *Financial Times*, 10 August 2007.

6. Издание Международного валютного фонда *Global Financial Stability Report* за апрель 2006 года выражалось прямо и безо всяких обиняков: «Все больше людей понимают, что, распределяя кредитные риски среди максимально большого числа инвесторов, а не складывая их у себя на бухгалтерском балансе, банковская и шире — финансовая система приобретает гораздо больший запас прочности». См.: *Global Financial Stability Report* (Washington DC: International Monetary Fund, 2006), p. 51.

7. Об *IKB* см.: http://en.wikipedia.org/wiki/IKB_Deutsche_Industriebank, о восьми норвежских муниципалитетах см.: http://en.wikipedia.org/wiki/Terra_Securities_scandal, а о муниципалитете Нарвика, потерявшем в августе 2007 года 18 млн долларов, см.: <http://en.wikipedia.org/wiki/Narvik>.

13 сентября 2007 года в Великобритании произошло то, чего не случалось с XIX века: специализированная ипотечная организация *Northern Rock*, предлагавшая заемщикам суммы до 125% от стоимости недвижимости и черпавшая 60% средств из краткосрочных займов, первой пала жертвой «набега» вкладчиков⁸. В конце концов правительство лейбористов национализировало *Northern Rock*, хотя руководство компании этому, как ни удивительно, сопротивлялось. Вскоре выяснилось, что очень многие использовали краткосрочные займы на финансовом рынке вместо депозитов для покупки долгосрочных малоликвидных активов. Эта практика стала еще одним источником уязвимости, поскольку благодаря явным и неявным формам страхования депозиты меньше подвержены риску набегов, чем биржевое финансирование. Как только наступил кризис, в США эту разницу ощутили сполна, ведь рыночное финансирование ипотечных кредитов достигло там огромного размаха. «Теневая банковская система» — такой термин предложил для этого явления в 2007 году Пол Маккалли, директор-распорядитель *PIMCO* (*Pacific Investment Management Company*), крупной калифорнийской управляющей компании, выступая в Джексон-Хоул, штат Вайоминг, на ежегодном экономическом симпозиуме Федерального резервного банка Канзас-Сити. Ярлык прочно закрепился⁹. Оба эти явления — и широкое распространение непрозрачных механизмов секьюритизации активов (превращение пулов долговых обязательств в обращающиеся на рынке ценные бумаги), и столь интенсивное использование недепозитных ресурсов фондирования, — оказались среди важнейших составляющих кризиса, разразившегося в 2008 году.

8. Skidelsky, *Keynes*, p. 8; Скидельски, *Кейнс*, с. 30; Tom Braithwaite and Chris Tigh, 'Patient Queues in Very British Bank Run', *Financial Times*, 14 September 2007.

9. Термином «теневая банковская система» Пол Маккалли обозначил операции, в которых посредниками выступали фонды денежного рынка, инвестиционные компании специального назначения, кондуиты и хедж-фонды. Эта система не подлежала регулированию, но выполняла классические банковские функции финансирования долгосрочных, сравнительно высокорискованных и неликвидных активов за счет краткосрочных, сравнительно безопасных и ликвидных источников.

И вот 16 марта 2008 года газета *Financial Times* сообщила: «JP Morgan покупает Bear Stearns по цене 2 долл. за акцию»¹⁰. Федеральная резервная система предоставила 30 млрд долларов для совершения сделки, взяв на себя часть кредитных рисков. Всего за год до бедствия та же *Financial Times* писала: «Накануне Bear Stearns последним из крупных банков с Уолл-стрит отчитался по прибылям. Они высокие, и его руководство говорит, что воздействие кризиса на ипотечном рынке скоро пройдет»¹¹. Разве кто-нибудь на его месте сказал бы по-другому? Правда, скорее всего, руководство Bear Stearns, как и практически все остальные, не представляло, какой кошмар приближается. В его словах было больше глупости, чем злонамеренности.

Операция по спасению Bear Stearns побудила меня написать 25 марта 2008 года в той же *Financial Times*:

Запомните 14 марта 2008 года: в этот день умерла мечта о глобальном капитализме свободного рынка. Три десятка лет мы двигались в сторону финансовой системы, где правила игры диктует рынок. Приняв решение о спасении Bear Stearns, ФРС, учреждение, ответственное за денежно-кредитную политику в США и главный оплот идеологии свободно-рыночного капитализма, положила конец этой эпохе. Ее представители на деле доказали, что согласны с Йозефом Аккерманом, председателем *Deutsche Bank*, который заявил: «Я больше не верю в самоисцеление рынка». Дерегулирование уперлось в свои границы¹².

7 сентября правительство США взяло под «государственную опеку» две финансовые организации — *Fannie Mae* и *Freddie Mac*, которые, пользуясь государственными средствами, финансировали на тот момент три четверти ипотечных займов в США. Подтвердилось то, что инвесторы и критики этих контор знали давно: за спиной этих формально частных компаний, набравших огромные кредиты (к моменту спасения их непогашенные обязательства равнялись 5,4 трлн долларов), стояло го-

10. Francesco Guerrera and Henny Sender, 'JP Morgan Buys Bear Stearns for \$2 a Share', *Financial Times*, 16 March 2008.

11. Ben White, 'Buoyant Bear Stearns Shrugs Off Subprime Woes', *Financial Times*, 16 March 2007.

12. Martin Wolf, 'The Rescue of Bear Stearns Marks Liberalisation's Limit', *Financial Times*, 25 March 2008.

сударство¹³. Но правительство почему-то не препятствовало (или сочло необходимым не препятствовать) банкротству банка *Lehman Brothers* 15 сентября¹⁴. В тот же день *Bank of America* выкупил акции *Merril Lynch* по цене 29 долларов за штуку на общую сумму в 50 млрд долларов — намного дороже рыночной цены 17 долларов за штуку, но на 61% дешевле их цены 2007 года (75 долларов за штуку) и на 70% дешевле цены на пике перед самым началом кризиса¹⁵. Затем, 16 сентября, только-только отказав в помощи *Lehman Brothers*, правительство США спасло страховой гигант *AIG*, выкупив 79,9% акций и предоставив ему ссуду в 85 млрд долларов¹⁶. В своей книге Полсон утверждает, что здесь нет никакой непоследовательности, поскольку «в ФРС полагали допустимым предоставить кредит *AIG*, ведь в их случае, в отличие от *Lehman Brothers*, проблема была вызвана нехваткой ликвидности, а не капитала»¹⁷. Даже если в ФРС и правда так думали, то вскоре они убедились в своей неправоте. Более вероятно, что Полсон просто полагал (ошибочно, как выяснилось впоследствии), что рынки спокойно воспримут крах *Lehman*, но был уверен в обратном относительно *AIG*, крупного продавца кредитных дефолтных свопов — формы страхования долговых обязательств, включая секьюритизированные активы, вероятность возврата долга по которым постоянно снижалась.

Затем, 17 сентября, один из фондов денежного рынка, находившихся в распоряжении *Reserve Management Corporation*, управляющей компании на рынке паевых фондов, «пробил бакс», то есть больше не мог возместить инвесторам номинал их вложений из расчета доллар

13. Paulson, *On the Brink*, p. 170; Krishna Guha, Chris Giles, Saskia Scholtes and Joanna Chung, 'US Takes Control of Fannie and Freddie', *Financial Times*, 8 September 2008.

14. Ibid., p. 208–222. Блайндер со всей ясностью отмечает, что до сих пор совершенно неясно, почему министр финансов США допустил крах *Lehman*. Скорее всего, он поступил так не потому, что был в безвыходной ситуации, а потому, что не хотел навсегда закрепить за собой ярлык «мистера Скорая помощь». См.: Blinder, *After the Music Stopped*, p. 123.

15. Ibid., p. 220. Также см.: Evelyn Rusli, 'The Universal Appeal of BofA', *Forbes.com*, 15 September 2008, <http://archive.is/w503>.

16. Blinder, *After the Music Stopped*, p. 229–231, и Blinder, 'Fed in \$85bn AIG Rescue Deal', *Financial Times*, 17 September 2008.

17. Paulson, *On the Brink*, p. 230.

на каждый вложенный доллар, поскольку понес большие потери по займам, выданным *Lehman*. Надвигалась буря: вкладчики в любой момент могли истребовать свои 3,5 трлн долларов у фондов денежного рынка, а они были ключевым звеном в финансировании «теневой банковской системы», о которой говорил Маккалли¹⁸.

PriceWaterhouseCoopers, назначенный конкурсным управляющим британского отделения *Lehman*, забрал британские активы рухнувшей компании, а также имущество, находившееся в обеспечении у ее партнеров по сделкам¹⁹. Эта новость повергла в шок многих руководителей хедж-фондов и американские экономические власти. В общем-то общеизвестный факт, что в разных странах процедуры банкротства отличаются, внес большую неразбериху в процесс раздела активов бывшего *Lehman*. Как остроумно заметил Мервин Кинг, председатель Банка Англии (позднее получивший титул пэра), банки «вели международный образ жизни, но хоронили их по обычаям родной страны»²⁰. *Morgan Stanley* и *Goldman Sachs*, последние из выживших компаний, занимавшихся брокерской и дилерской деятельностью на рынке ипотечных бумаг, столкнулись с нехваткой средств²¹. 21 сентября эти два учреждения прошли перерегистрацию, став банковскими холдинговыми структурами, и благодаря этому получили доступ к помощи ФРС²². 25 сентября Федеральная корпорация страхования банковских депозитов взяла на баланс *Washington Mutual*, шестой по величине банк в США²³. Вскоре, 9 октября, пятый по величине коммерческий банк в стране *Wells Fargo*

18. Paul Davies and Michael Mackenzie, 'Money Fund Sector Shocked as Reserve Breaks the Buck', *Financial Times*, 18 September 2012.

19. О процессе конкурсного управления в Великобритании см.: <http://www.pwc.co.uk/business-recovery/administrations/lehman/lehman-faq.jhtml>.

20. House of Commons Treasury Committee, 'Evidence on 24th June 2009', Banking Crisis: Regulation and Supervision, 14th Report of Session 2008–09 (London: The Stationery Office, 31 July 2009), Ev32.

21. Ibid., p. 230.

22. Francesco Guerrera, Henny Sender, Michael Mackenzie, Krishna Guha, James Politi and Daniel Dombey, 'Fears Emerge over \$700bn Rescue', *Financial Times*, 22 September 2008.

23. Henny Sender, Julie MacIntosh and Francesco Guerrera, 'WaMu Taken Over by US Regulators', *Financial Times*, 26 September 2012.

согласился приобрести четвертый по величине банк страны *Wachovia*²⁴.

Переполох поднялся не только в США. За несколько дней до банкротства *Lehman* правительство Великобритании отказалось одобрить сделку банка *Barclays*, планировавшего купить *Lehman*. Как утверждает в своих мемуарах Алистер Дарлинг, на тот момент министр финансов, мы не могли поручиться за качество американского банка, поскольку у него были явные неприятности». И правда, с какой стати правительство Великобритании должно давать гарантии, от которых увернулось американское правительство? Дальше он пишет: «Я был убежден, что британские налогоплательщики не должны платить за спасение американского банка»²⁵. 17 сентября банк *Lloyds TSB* с одобрения правительства объявил о покупке *Halifax Bank of Scotland (HBOS)* за 12,2 млрд фунтов. Правительство оправдывало сделку общественным интересом — несмотря на возможный урон конкуренции, она была необходима, чтобы «обеспечить стабильность британской финансовой системы»²⁶. 29 сентября правительство решило национализировать компанию *Bradford & Bingley*, крупнейшего кредитора на британском рынке ипотечного жилья, сдаваемого в аренду; позднее его сеть отделений досталась банку *Santander*²⁷. Ситуация усугубилась, когда стало ясно, что *Lloyds* не сможет переварить *HBOS* без сторонней помощи. Кроме того, в критическом состоянии оказался *Royal Bank of Scotland*, ставший к тому моменту крупнейшим банком мира по размеру активов, отчасти в результате опрометчивых поглощений, самым известным из которых стала покупка голландского банка *ABN-Amro*.

Кризис вырвался далеко за границы США и Великобритании и поразил Исландию, Ирландию и большую часть континентальной Европы. Паника разгоралась, кредитные рынки застыли, все начали сбрасывать акти-

24. Francesco Guerrera and James Politi, 'Wells Set to Grab Wachovia after Citi Pulls Out', *Financial Times*, 10 October 2012.

25. Darling, *Back from the Brink*, p. 124.

26. Maggie Urry, 'Government to Push Lloyds-HBOS Deal Through', *Financial Times*, 18 September 2008.

27. Jane Croft, Kate Burgess and George Parker, 'B&B Set to be Taken into Public Ownership', *Financial Times*, 29 September 2008.

вы, создавая порочный круг, в котором спекулянты, потеряв доступ к кредиту, изо всех сил старались продать активы²⁸. Экономические последствия кризиса оказались не такими тяжелыми, как во время Великой депрессии 1930-х годов, однако размах *финансового* кризиса оказался намного большим. Кризис 1930-х годов уничтожал банки на периферии мировой экономики (множество небольших банков в США и банки в странах Европы, зависевших от иностранного капитала, — Австрии и Германии), но не в ее центре. Новейший кризис, напротив, вонзился в самое сердце финансовой системы — он разорвал связи, соединявшие крупнейшие финансовые учреждения Нью-Йорка и Лондона, двух главных финансовых центров мира. Частный сектор больше не доверял никому, кроме правительств и центральных банков самых развитых и, безусловно, кредитоспособных западных стран, в первую очередь США.

Случилось то, что латиноамериканские экономисты называли «эффектом стоп-крана» на рынках капитала. Пострадали не только частные заемщики, но и целые страны, банки которых набрали огромные долги в иностранной валюте²⁹: о судьбе Исландии поспешили написать все газеты, но скоро выяснилось, что такая же встряска ждет и более слабые звенья еврозоны, заимствования которых, как оказалось, по многим параметрам похожи на долги в иностранной валюте.³⁰ Один из парадоксов кризиса заключался в том, что перепуганные инвесторы ринулись скупать казначейские векселя (краткосрочные ценные бумаги) и долгосрочные облигации США, несмотря на то что, по крайней мере первоначально, именно США были в эпицентре кризиса. Ко-

28. См.: Roubini and Mihm, *Crisis Economics*, p. 19. Инвесторы, купившие бумаги «на жарже», то есть за счет кредита у своих брокеров, обязаны внести по их требованию дополнительные средства, если цена на приобретенный актив упадет. Это вынуждает их продавать активы, запуская порочный круг, в ходе которого очередное снижение цены вызывает новые маржин-коллы, то есть требования со стороны брокеров.

29. См.: Guillermo A. Calvo, 'Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops', *Journal of Applied Economics*, vol. 1, no. 1 (November 1998), p. 35–54.

30. Хотя Европейский центральный банк гарантировал поддержку банкам этих стран в качестве кредитора последней инстанции, он, разумеется, не мог гарантировать такой поддержки по государственному долгу.

нечно, благодаря этому правительство США выиграло широкое пространство для маневра.

Джон Тейлор, консервативный экономист, занимавший в администрации Дж. Буша-мл. пост заместителя министра финансов по международным делам, утверждает, что к эффекту стоп-крана привел не отказ спасти *Lehman*, а решение председателя ФРС Бернанке и министра финансов Полсона обратиться спустя неделю к Конгрессу за одобрением пакета финансовой помощи³¹. Эта версия довольно неубедительна. Как отмечают Томас Фергюссон из Массачусетского университета и Роберт Джонсон, бывший главный экономист в комитете по банковскому делу в Сенате США, «фактов, что именно банкротство *Lehman* обвалило мировые рынки, более чем достаточно»³².

Один из важнейших индикаторов — спред между трехмесячной ставкой LIBOR (ставка, по которой банки одалживают друг другу) и ставкой по свопу на индекс «овернайт» (*Overnight Indexed Swap rate, OIS*), которая неявно отражает трехмесячную ставку центрального банка. Хотя трейдеры ряда банков манипулировали значениями LIBOR, резкий рост спреда все равно несомненен (см. рис. 1). Этот спред является мерой кредитного риска, или риска дефолта, по незастрахованным межбанковским кредитам (краткосрочные кредиты, выдаваемые банками друг другу из свободных средств)³³. Долгое время разница между двумя ставками составляла всего пару базисных пунктов (сотых процентного пункта).

31. John B. Taylor, 'The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong', National Bureau of Economic Research Working Paper 14631, January 2009, www.nber.org.

32. Фергюссон и Джонсон отмечают, что «например, цены на все кредитные дефолтные свопы по четырем крупнейшим американским банкам, контролирующим до 40% всех депозитов, поднялись до заоблачных высот, опустившись только после того, как спустя два дня Полсон, Бернанке и Гайтнер резко поменяли свою позицию и пришли на помощь AIG, снова выступив как плательщик последней инстанции. То же самое касалось кредитных дефолтных свопов *Goldman Sachs* и *Morgan Stanley*, крупнейших из оставшихся инвестиционных банков. Еще один убедительный показатель напряженности — это спред с учетом опциона по облигациям с инвестиционным рейтингом, показывающий стоимость нового капитала для банков; этот показатель также резко вырос, когда *Lehman* испустил дух». См. Ferguson and Johnson, 'Too Big to Bail', p. 23.

33. См.: http://en.wikipedia.org/wiki/LIBOR%E2%80%93OIS_spread.

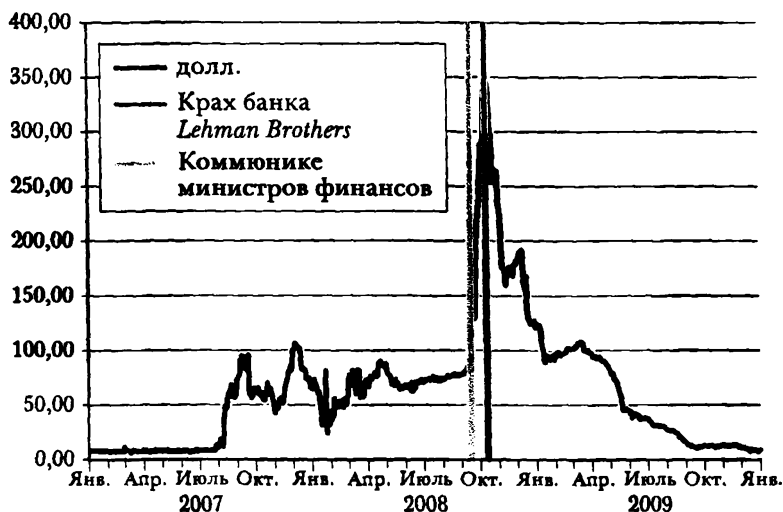


РИС. 1. Спред LIBOR-OIS (долл., базисные пункты)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

К концу августа 2008 года на фоне растущих опасений о платежеспособности заемщиков спред по займам в долларах уже достиг 78 базисных пунктов. Он прибавил еще 40 базисных пунктов в период с пятницы 12 сентября, когда банкротство *Lehman* еще не случилось, и следующей пятницей, то есть еще *до того*, как правительство США официально объявило о пакете финансовой помощи, не говоря уже о его подписании. Но, конечно, инвесторы не сразу осознали всю полноту менее очевидных последствий краха *Lehman*, включая судьбу *AIG* и других финансовых учреждений.

10 октября 2008 года спред достиг пика, составив 364 базисных пункта — как раз в тот день, когда министры финансов «Большой семерки» заявили о намерении в будущем не допускать краха системообразующих финансовых институтов. Таким образом, панику смогло остановить лишь решительное и согласованное на глобальном уровне вмешательство правительств и центральных банков. Похожие скачки спреда показали и в других странах. В стерлинговой зоне спред достиг пика в 299 базисных пунктов 6 ноября 2008 года. В зоне евро пик в 189 базисных пунктов был пройден 27 октя-

бря 2008 года. Но даже скачки спредов не дают всей картины панических настроений. Произошло резкое сужение объемов прямых межбанковских займов, поскольку банки все чаще предпочитали обращаться к посредническим услугам центральных банков.

Спред между ставкой по корпоративным облигациям и ставкой по американским казначейским бумагам тоже резко вырос. Даже спреды по бумагам с кредитным рейтингом AAA поднялись с 181 базисного пункта 1 сентября 2008 года до 414 базисных пунктов 10 октября. Спреды между ставкой по высококлассным коммерческим бумагам (обращающимся на рынке по долговым обязательствам лучших корпораций, таких как *General Electric*) нефинансовых компаний и ставкой по краткосрочным казначейским бумагам США, составлявшие чуть больше процентного пункта в августе, в середине октября превысили 6 процентных пунктов (отчасти из-за того, что ставки по казначейским бумагам рухнули). Началось самое настоящее «бегство в безопасность».

И как чаще всего и бывает, за скачками стоимости кредита скрывался гораздо более удручающий факт — паралич предложения. Полсон вспоминал, что 8 сентября в разговоре с Джеффом Иммелтом, главой *General Electric*, тот рассказывал, что даже его компания, имевшая редкий рейтинг AAA, «испытывала трудности с продажей своих векселей» (то есть при попытке занять)³⁴: ставки процента больше не повышались, поскольку многие заемщики и так уже были вытеснены с рынка, как это только что произошло на рынке незастрахованного межбанковского кредитования. Поэтому особо показательно постоянное сжатие рынка коммерческих ценных бумаг, которое происходило несмотря на то, что в течение 2009 года ставки процента откатились к очень низким уровням. В США стоимость непогашенных позиций по векселям, с учетом сезонной корректировки, составляла в конце июня 2007 года 2,150 трлн долларов³⁵. Через год она упала до 1,741 трлн долларов. Еще год спустя, в июне 2009 года, она снизилась до 1,229 трлн долларов. К июню 2013 года она все еще не восстановилась и со-

34. Paulson, *On the Brink*, p. 173.

35. Источник данных: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>.

ставляла всего 998 млрд долларов. Коммерческие векселя, обеспеченные активами, которые используются для финансирования ипотеки, рухнули еще сильнее: в июне 2007 года их стоимость равнялась 1,2 трлн долларов, через два года — 523 млрд долларов, а в июне 2013 года — всего 276 млрд долларов. Иссяк важный источник финансовых средств. Очевидная неизбежность сжатия коммерческого фондирования ускорила переход ведущей роли в финансировании ипотечного рынка к правительственным организациям — агентствам *Fannie Mae* и *Freddie Mac* (оба они теперь контролировались государством) и самой ФРС. В стране, декларирующей преданность идеалам рыночной экономики, важнейшая для общества функция финансовой системы — кредитовать покупателей жилья — почти полностью перешла к государству.

Кризис и операция спасения в странах с высоким доходом

Утром 30 сентября 2008 года правительство Ирландии объявило, что гарантирует всем вкладчикам возвращение их средств на счетах ирландских банков; это решение оказалось разорительным для ирландских налогоплательщиков и ирландской экономики, однако оно подтолкнуло правительства других стран к активным действиям. 8 октября 2010 года правительство Великобритании в лице канцлера Казначейства Алистера Дарлинга и премьер-министра Гордона Брауна объявило о программе спасения британских банков на сумму в 500 млрд фунтов стерлингов, из которых до 50 млрд выделялось на покупку их акций, специальная схема предоставления ликвидности Банка Англии расширялась от 100 до 200 млрд фунтов, и еще до 250 млрд фунтов направлялись на государственные гарантии по кредитам³⁶. В итоге единственными банками, чьи акции приобрело государство, стали *Royal Bank of Scotland* (в акционерном капитале которого доля государства в итоге составила 82%), а также *Lloyds HBOS* (доля государства

36. Darling, *Back from the Brink*, p. 160.

составила 43%). Как рассказывает Дарлинг, убедить банки сотрудничать было нелегко. По его словам, в ходе переговоров вечером 7 сентября «меня вдруг осенило, что банки не только не понимают всей безальтернативности ситуации, но что им вполне хватило бы безрассудства на принятие самоубийственных решений — а я просто не мог себе позволить повальный банковский мор на следующее утро»³⁷.

Правильный это был выход или нет (а я думаю, что правильный: оставить банки погибать было безумством, хотя многие до сих пор считают, что, невзирая на последствия, так и нужно было поступить), но прямое вхождение в капитал превратилось в главный инструмент правительств в остальных странах. США пошли по тому же пути, хотя из-за хитросплетений американской политики он оказался гораздо извилистее. Свой первый шаг экономические власти США сделали, когда 19 сентября 2008 года вынесли на суд законодателей программу выкупа проблемных активов (*TARP, Troubled Assets Relief Program*). Президент подписал закон лишь 3 октября 2010 года — первый бой в Палате представителей он проиграл³⁸. Но, перефразируя Сэмюэла Джонсона, когда рушится фондовый рынок, законодатели начинают лучше соображать³⁹. Программа, изначально предназначенная для выкупа «токсичных» активов, вскоре превратилась в программу прямого вливания капитала в банки⁴⁰.

Переломный момент наступил во время встречи семи министров финансов, состоявшейся на ежегодном заседании Международного валютного фонда и Всемирного банка в Вашингтоне 10 октября 2008 года. Я хорошо помню царившую тогда истерию. Управляющий одного из американских фондов рассказывал мне, как он советовал жене снять из банка наличность, чтобы ее хватило на несколько недель. Вот в какой обстановке встречались

37. Ibid., p. 160.

38. Paulson, *On the Brink*, p. 265.

39. Автор использует афоризм, приписываемый Сэмюэлу Джонсону (1740–1795), английскому литератору, лексикографу и издателю: «Если человек знает, что через две недели его повесят, он начинает лучше соображать».

Цит. по: Джеймс Босуэлл, *Жизнь Сэмюэля Джонсона* (Москва: Текст, 2003).

40. Krishna Guha, 'Action to Address "root" Causes,' *Financial Times*, 15 October 2008.

министры. Они сделали решительный шаг: когда стало понятно, что черновой вариант коммюнике и близко не соответствует масштабу кризиса, они его выкинули и с чистого листа разработали новый (к чести господина Полсона, это была его инициатива)⁴¹. В итоге появился один из важнейших документов экономической политики за весь послевоенный период.

Страны «Большой семерки» сегодня выражают согласие, что текущая ситуация требует безотлагательных и исключительных мер. Мы обязуемся продолжать сотрудничество, чтобы, стабилизировав финансовые рынки и восстановив движение капитала, поддержать глобальный экономический рост. Стороны договорились о нижеследующем:

Принять решительные меры и задействовать все имеющиеся инструменты, чтобы поддержать системообразующие финансовые институты и *предотвратить их банкротство* (курсив мой. — М. В.).

Сделать все необходимое, чтобы разморозить кредитные и денежные рынки и гарантировать банкам и другим финансовым учреждениям свободный доступ к ликвидности и капиталу.

Обеспечить нашим банкам и другим важнейшим финансовым посредникам возможность удовлетворения их потребностей в капитале за счет государственных или частных средств в объемах, достаточных для восстановления доверия и возобновления кредита населению и бизнесу.

Обеспечить прочность и согласованность национальных систем страхования вкладов и государственных гарантий, чтобы вкладчики могли не опасаться за сохранность своих депозитов.

Принять все надлежащие меры, чтобы оживить вторичный ипотечный рынок и рынки других активов, выпускаемых путем секьюритизации. Признать, что необходимы тщательная оценка активов и полное раскрытие касающейся их информации, а также неукоснительное следование самым высоким стандартам качества учета.

В сущности, министры сообщили три вещи: во-первых, ответственность за борьбу с финансовым кризисом берут на себя представляемые ими государства; во-вторых, страны «Большой семерки» сделают все для спасения финансовой системы; и, в-третьих, они больше не допустят банкротства ни одного института, признанного системообразующим. Короче говоря, больше ни одного

41. Paulson, *On the Brink*, p. 349–350.

Lehman. По мнению правительств, теперь общество должно было отвечать по обязательствам центральных институтов глобальной финансовой системы. Государство стало их опекуном.

Таким образом, наступил перелом не только в развитии кризиса, но и в широком смысле во взаимоотношениях между государством и рынком. Если не на деле, то, по крайней мере, в головах у людей эра финансовой либерализации кончилась. Вопрос был только в том, насколько далеко в прошлое готовы вернуться сами власти. Ведь теперь было совершенно очевидно, что налогоплательщики не станут мириться с громадными тратами на спасение отрасли, пострадавшей от собственной некомпетентности, если взамен им не пообещают усилить регулирование. Но помимо этих долгосрочных задач вставали и более насущные вопросы: удастся ли мировой экономике избежать депрессии? Если да, то как именно пойдет восстановление?

Экономические власти бросили на укрепление финансовой системы все ресурсы своих стран. В результате банкиры оказались в роли обычных государственных служащих, просто крайне высокооплачиваемых. Словом, вскоре мир стал совсем иным: огромные бюджетные дефициты, мощнейшая в истории политика стимулирования экономики в развитых странах, безграничная поддержка главных финансовых институтов в виде поддержания ликвидности и гарантий финансовой состоятельности. И если этого не хватало для восстановления кредитования, открывалась прямая государственная поддержка основных функций финансовой системы, в первую очередь ипотечного кредитования. О том, насколько зависимой оказалась якобы свободно-рыночная финансовая система от государства, нельзя ни забыть, ни умолчать.

Власти сдержали свое слово, поддержав системообразующие, по их мнению, финансовые институты, влив в них капитал, предоставив им ликвидность и гарантии по обязательствам. Согласно оценкам Пьерджорджо Алессандри и Эндрю Хэлдейна из Банка Англии, общая стоимость помощи, оказанной центральными банками и правительствами финансовой системе, пострадавшей от кризиса, составляла в середине — конце 2009 года в ев-

роzone — 18% ВВП еврозоны, в США — 73%, в Великобритании — 74%, а в мире в целом — 25% мирового ВВП. Виды поддержки были самыми разными: прямые вливания капитала, увеличение денежного предложения для покупки широкого круга активов, гарантии и меры государственного страхования⁴². Согласно подсчетам МВФ непосредственный вклад посткризисной помощи финансовому сектору (до начала 2012 года) в рост государственного долга в посткризисный период в Ирландии составил 38,5% ВВП, в Бельгии — 6,7% ВВП, в Великобритании — 5,7%, в Нидерландах — 4,9%, в США — 3,2%⁴³. Однако ни размер обещанных средств, ни размер средств фактически использованных не дает полной картины помощи со стороны государства. Для спасения финансовой системы государство привлекло всю свою репутацию и авторитет. Единственным пределом была потеря кредитоспособности самими государствами.

Свой вклад внесли и центральные банки, опустившие процентные ставки до исторических минимумов. ФРС снизил целевую ставку по федеральным фондам с 5,25% в сентябре 2007 года до 0,25% в декабре 2008 года. Европейский центральный банк (ЕЦБ), слишком долго считавший, что кризис — это по большей части проблема англоязычных стран, снизил ставку рефинансирования с 4,25% в октябре 2008 года до 1% в мае 2009 года. Затем, в 2011 году, он с поразительной непредусмотрительностью поднял ставку до 1,5% и затем снова снизил до 0,25% в ноябре 2013 года и 0,15% в июне 2014 года. Банк Англии снизил базовую ставку с 5,75% в декабре 2007 года до 0,5% в марте 2009 года. Для сравнения: за более чем три столетия своей истории Банк Англии не опускал ставку ниже 2%. Между тем в Японии ставки еще в 1990-х годах застыли на уровнях, близких к нулю.

42. Piergiorgio Alessandri and Andrew Haldane, 'Banking on the State', November 2009, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2009/409.aspx>, p. 23. В случае США, по подсчетам Хэлдейна, 3,8 трлн долл. приходится на выпуск новых денег и еще 0,2 трлн долл. — в виде операций обмена активов с обеспечением (обе формы поддержки осуществлялись за счет ФРС). Кроме того, 2,1 трлн долл. в виде гарантий, 3,7 трлн долл. в виде страхования и еще 0,7 трлн долл. в виде вливания капитала (в рамках TARP) — эта поддержка осуществлялась за счет правительства. Совокупная величина помощи достигает 10,5 трлн долл.

43. International Monetary Fund, Fiscal Monitor, April 2012, www.imf.org, Table 7.

Таким образом, начиная с 2009 года, а в некоторых случаях и чуть раньше, центральные банки ведущих развитых стран стали раздавать банкам деньги практически даром. Ничего удивительного, что столь роскошные подарки вызвали у населения серьезное недовольство, так как банки не торопились проявить такую же щедрость к своим заемщикам, а в некоторых странах развернули массовую кампанию по изъятию залогового жилья. Кроме того, центральные банки взяли на вооружение целый арсенал «нетрадиционных» мер денежной политики, в том числе так называемое количественное смягчение — расширение денежной базы и приобретение центральным банком долгосрочных активов⁴⁴. Подобная нетрадиционная политика должна была наполнить банки ликвидностью, снизить доходность по государственным облигациям, расширить денежное предложение и повысить предложение кредитов. С 2007 по середину 2012 года баланс ЕЦБ, выраженный в евро, вырос примерно в три раза, затем немного снизившись. Баланс ФРС вырос за тот же период в три с половиной раза, а баланс Банка Англии с 2007 по начало 2013 года вырос больше чем в четыре раза⁴⁵. Если ограничиться лишь самым показательным примером США, то там денежная база в августе 2008 — ноябре 2013 года выросла на 2,8 трлн долларов, что равнялось 17% ВВП США за третий квартал 2013 года, приведенного к годовому выражению.

Наконец, рассмотрим меры бюджетной поддержки. Во время кризиса в ведущих развитых странах дефицит бюджета достиг максимального уровня относительно всех остальных периодов мирного времени. Среди шести крупнейших стран с высоким доходом (США, Япония, Германия, Франция, Великобритания и Италия) самое сильное увеличение произошло в Японии и Великобритании, а также в США (см. рис. 2). В США дефицит государственного бюджета стремительно вырос с 2,7% ВВП в 2007 году до 13% в 2009 году⁴⁶. В нескольких стра-

44. Впервые количественное смягчение применил в 2001 году Банк Японии. См. http://en.wikipedia.org/wiki/Quantitative_easing.

45. Bank for International Settlements, 83rd Annual Report 2013, Basel, 23 June 2013, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.pdf>, Figure VI.3, p. 69.

46. Данные о бюджете взяты из базы данных МВФ *World Economic Outlook database*, если не оговорено иное.

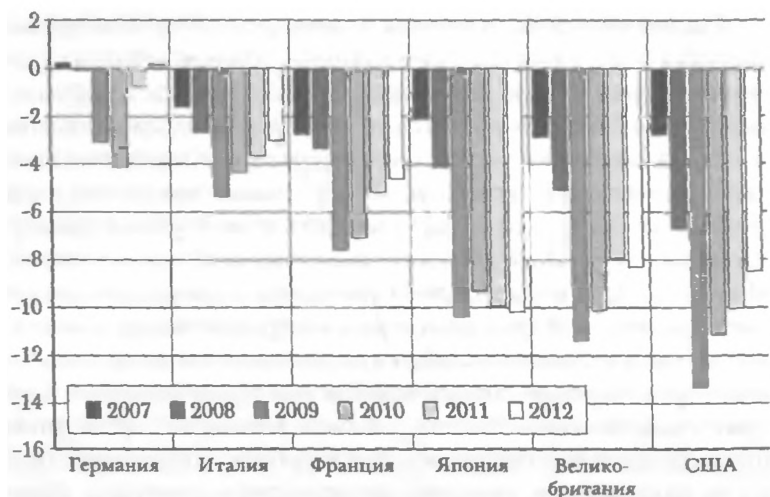


РИС. 2. Дефицит государственного бюджета (в % от ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

нах бюджетный дефицит достиг уровня, который прежде наблюдался только во время мировых войн. В Великобритании, для которой имеются прекрасные исторические данные, кризис приведет к самому большому увеличению государственного долга в процентах от ВВП с 1700 года (сильнее долг вырос только во время наполеоновских, Первой и Второй мировых войн). То же касается и США, где бюджетные издержки кризиса сопоставимы только с расходами во время Второй мировой войны.

Чем объясняется столь мощный рост дефицита? Вопреки утверждениям политических правых в США и Великобритании причина вовсе не в дискреционных мерах бюджетного стимулирования (предполагающих увеличение государственных расходов либо снижение налогов для повышения совокупного спроса), одна мысль о которых вызывает ничем не обоснованное негодование экономистов. Согласно анализу МВФ, проведенному в ноябре 2010 года, накопленная величина бюджетных расходов на дискреционное стимулирование за 2009–2011 годы была намного ниже, чем размеры дефицитов. Единственное и, пожалуй, неожиданное исключение из этого правила — Германия. В Германии, по подсчетам МВФ, дискреционное стимулирование составляет

66% от действительно низкого дефицита в 2,8% ВВП⁴⁷. В Италии стимулирования вообще не было. В остальных случаях дискреционное стимулирование составило в лучшем случае одну пятую от фактических размеров дефицита в течение рассматриваемых трех лет. В Великобритании дискреционные стимулирующие расходы, которые осуществлялись только в 2009 году, составили всего 6% от величины дефицита.

Кризис как таковой уже является достаточным объяснением взрывного роста бюджетного дефицита, поскольку бюджетные расходы — чрезвычайно эффективное средство первой помощи на случай обвала потребления домохозяйств. Поскольку кризис опустил ВВП глубоко за линию тренда, закономерно выросли расходы на пособия по безработице и подобные им контрциклические меры поддержания дохода; также, что самое главное, вызванный кризисом обвал потребительских расходов, дохода и прибылей сократил поступления в бюджет. Мало кто ожидал, что в 2011 году и в США, и в Великобритании ВВП окажется на 13% ниже тренда, сложившегося в 1980–2007 годах. К сожалению, политики, ошеломленные непредвиденно огромными масштабами кризиса, сначала не отважились на проведение дискреционного стимулирования везде, где это было необходимо, а затем преждевременно свернули программы помощи (об этом см. ниже).

Резкое ухудшение финансового положения государств после кризиса не должно никого удивлять. В знаковой книге «На этот раз все будет иначе» Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф утверждают: «Снижение доходов и более высокие затраты, связанные с сочетанием расходов на спасение экономики и более высоких трансфертных платежей и затрат на обслуживание долга, приводят к быстрому и заметному ухудшению фискального баланса»⁴⁸.

47. Данные о дискреционном бюджетном стимулировании взяты из IMF, Fiscal Monitor, November 2010, www.imf.org, Box 1.1. Они не включают дискреционную политику сжатия и поэтому переоценивают чистое влияние дискреционной политики на уровень дефицита.

48. Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2009), p. 231; Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф, *На этот раз все будет иначе: восемь столетий финансового безрассудства* (Москва: Карьера Пресс, 2011), с. 272.

Изучив эпизоды кризисов из истории тринадцати стран, они заключают, что в среднем после кризиса реальная стоимость государственного долга вырастает на 86%, то есть почти в два раза⁴⁹. Случившееся после 2007 года вполне соответствует этому опыту. Более того, в условиях практически нулевых процентных ставок дискреционные бюджетные расходы должны были быть гораздо выше: при такой глубине кризиса нельзя было полностью полагаться на встроенные фискальные стабилизаторы (контрциклические эффекты в экономике, вызванные естественным ростом бюджетного дефицита во время рецессии) — об этом убедительно писал нобелевский лауреат Пол Кругман в книге «Выход из кризиса есть!»⁵⁰. Тем не менее готовность государства пойти на рост бюджетного дефицита, а также меры поддержки финансовой системы и смягчение денежно-кредитной политики помогли предотвратить экономический спад.

Восстановление в ведущих странах с высоким доходом

Итак, насколько действенными в деле спасения мировой экономики оказались меры ведущих стран с высоким уровнем доходов — поддержка финансовой системы, смягчение денежной политики, а также сочетание встроенных стабилизаторов с умеренными дискреционными расходами? Ответ таков: они подействовали, но недостаточно, в первую очередь потому, что бюджетное стимулирование было слишком слабым и его свернули слишком рано.

Непосредственные последствия кризиса были устрашающими: кризис доверия, снижение спроса и сокращение кредитования, в том числе коммерческого, привели к резкому снижению объемов международной торгов-

49. Они рассматривают банковские кризисы в следующих странах: Малайзия (1997), Мексика (1994), Япония (1992), Норвегия (1987), Филиппины (1997), Южная Корея (1997), Швеция (1994), Таиланд (1997), Испания (1997), Индонезия (1997), Чили (1980), Финляндия (1991) и Колумбия (1998). Ibid., p. 232.

50. Paul Krugman, *End this Depression Now!* (New York: W. W. Norton, 2012), esp. ch. 8; Пол Кругман, *Выход из кризиса есть!* (Москва: Азбука-Аттикус, 2013), гл. 8.

ли, промышленного выпуска и валового внутреннего продукта. Падение мирового промышленного выпуска в течение первого года после апреля 2008 года, когда он находился на пике, происходило так же быстро, как и во время Великой депрессии, начавшейся в июне 1929 года, а мировая торговля и международные биржевые индексы падали на первых порах даже быстрее. Так, объем мировой торговли упал за двенадцать месяцев с апреля 2008 года на 20% по сравнению с 10%-ным падением за двенадцать месяцев после июня 1929 года⁵¹. В то же время биржевые индексы снизились за двенадцать месяцев примерно на 50%, тогда как в 1929–1930 годах — на 20%. К счастью, на этот раз решительные политические действия остановили лавину гораздо быстрее⁵².

Британский историк Ниал Фергюсон весьма метко назвал эти события «Великой рецессией»⁵³. С третьего квартала 2008 года по четвертый квартал 2009 года годовые темпы снижения ВВП в шести крупнейших странах с высоким доходом варьировали от 6,4% во Франции, 7% в Великобритании и 7,1% в США до 10,2% в Италии, 11,7% в Германии и 13,8% в Японии. Однако во втором квартале 2009 года мировая экономика начала восстанавливаться, что резко отличало ситуацию от катастрофической истории Великой депрессии, когда падение выпуска и торговли в мире длилось три года кряду. Пусть мы и виноваты в том, что допустили финансовый кризис, сопоставимый с событиями 1930-х годов, но, по крайней мере, мы не повторили последовавших за кризисом ошибок экономической поли-

51. Barry Eichengreen and Kevin O'Rourke, 'A Tale of Two Depressions Redux', 6 March 2012, <http://www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux>.

52. О грубых политических просчетах, приведших к Великой депрессии, а затем не дававших из нее выйти, см. в кн.: Liaquat Ahmed, *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World* (London: Heinemann, 2009). Наиболее значимый разбор Великой депрессии принадлежит перу Бена Бернанке (отчасти эта значимость объясняется ролью его автора в событиях Великой рецессии). См.: Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression* (Princeton: Princeton University Press, 2000). См. также: Nicholas Crafts and Peter Fearndon, *The Great Depression of the 1930s: Lessons for Today* (Oxford: Oxford University Press, 2013).

53. Niall Ferguson, 'Our Great Recession', *The New York Times*, 28 February 2009, http://www.nytimes.com/2009/03/01/opinion/01ferguson.html?_r=0.

тики: не позволили банкам один за одним уйти на дно, не стали мириться с крахом денежно-кредитной сферы, с разрушительной дефляцией, не цеплялись изо всех сил за сбалансированный бюджет, якобы «укрепляя доверие».

Предотвращение такого же краха экономической активности, как в 1930-е годы, — это достижение, однако весьма скромное. К декабрю 2011 года мировое промышленное производство превысило докризисный пик на 10 процентов, хотя объем международной торговли лишь немного превысил докризисный уровень. И самое важное: в ключевых странах с высоким уровнем доходов кризис надолго ухудшил показатели выпуска и безработицы. (Разговор о кризисе в небольших странах с высоким доходом пойдет отдельно при рассмотрении еврозоны в главе 2.)

Все шесть крупнейших экономик стран с высоким уровнем доходов прошли через глубокую рецессию, дно которой пришлось на I–II кварталы 2009 года (см. рис. 3). Затем в США началось восстановление — гораздо более устойчивое, чем в других странах. К четвертому кварталу 2013 года ВВП США превысил уровень первого квартала 2008 года на 7,2%. Этот результат значительно превосходил показатели Германии, где рост ВВП относительно предкризисного пика составил всего 3%. Франция и Япония к тому моменту вернулись к докризисным уровням. Экономика Великобритании и в еще большей степени Италии по-прежнему не достигли докризисных размеров, как и экономика еврозоны в целом. Если сравнивать ситуацию в США с их собственным историческим опытом, то после 2009 года они показывали довольно устойчивый, хотя и медленный рост. Германия успешно восстанавливалась в 2009 и 2010 годах, однако рост замедлился в середине 2011 года, когда кризис еврозоны стал усугубляться. Как будет показано в главе 2, винить за подобное развитие событий экономические власти Германии во многом должны самих себя. Начало кризиса еврозоны привело к тому, что во Франции относительно мягкая рецессия 2008–2009 годов сменилась стагнацией, а в Италии ВВП снова резко снизился. Экономика Великобритании стагнировала с третьего квартала 2010 года по начало 2013 года, когда началось

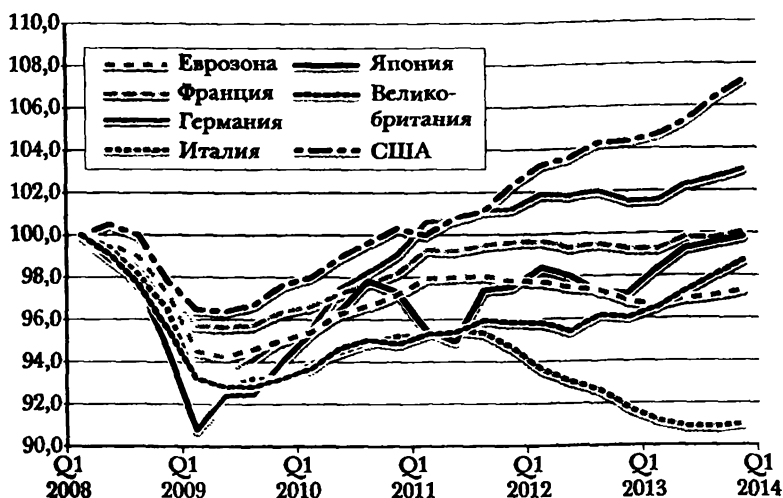


РИС. 3. Уровень реального ВВП после кризиса

Источник: Thomson Reuters Datastream.

восстановление, и эта задержка частично объясняется мерами жесткой экономии, несвоевременно принятыми коалиционным правительством⁵⁴. Наконец, экономика Японии оставалась крайне неустойчивой.

Еще одним критерием эффективности политики является динамика занятости и безработицы. Данные об изменении численности занятых относительно численности населения в трудоспособном возрасте более информативны, чем изменение уровня безработицы. Когда люди долго не могут найти работу, они зачастую перестают искать. Но положение людей, которые уже даже не ищут работу, чаще всего намного хуже положения тех, кто продолжает поиски.

54. Alan Taylor, 'When is the Time for Austerity?', 20 July 2013, <http://www.voxeu.org/article/when-time-austerity> аргументированно доказывает, что меры жесткой экономии чрезвычайно дорого обошлись Великобритании. См. также Martin Wolf, 'How Austerity has Failed', New York Review of Books, 11 July 2013, <http://www.nybooks.com/articles/archives/2013/jul/11/how-austerity-has-failed>. Амартия Сен также выступил с убедительной критикой мер жесткой экономии, в особенности в Европе. См., например, Amartya Sen, 'Austerity is Undermining Europe's Grand Vision', The Guardian, 3 July 2010, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2012/jul/03/austerity-europe-grand-vision-unity>.

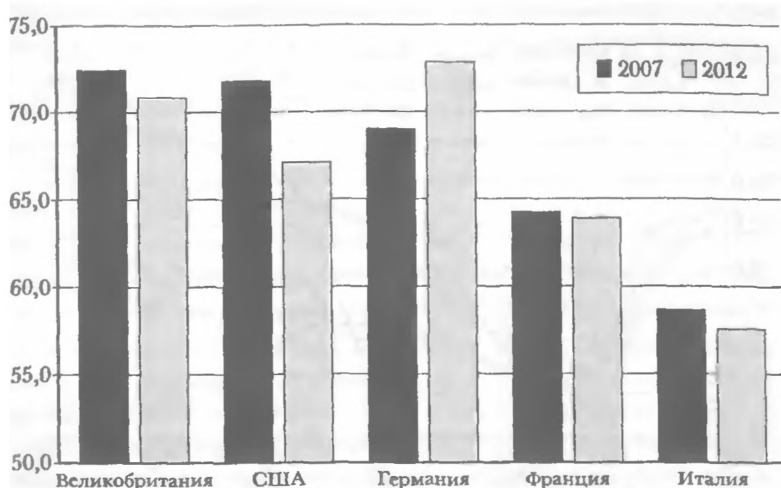


РИС. 4. Занятость в странах с высоким доходом
(доля занятых среди населения в возрасте от 15 до 64 лет)

Источник: OECD.

Рис. 4 показывает, что за 2007–2012 годы в США резко снизилась доля занятых среди населения в возрасте 15–65 лет. В Германии, наоборот, доля занятых выросла, несмотря на рецессию. В 2007 году в Германии доля занятых среди трудоспособного населения была почти на 3 п.п. ниже, чем в США. Спустя пять лет она была почти на 6 п.п. *выше*. Это расхождение объясняется тем, что в США производительность значительно выросла, тогда как в Германии она падала, особенно в первые годы кризиса. Столь разная динамика частично возникла потому, что в США многие из уволенных выполняли сравнительно неквалифицированную работу в строительстве, а также потому, что правительство Германии субсидировало работодателей, чтобы те не увольняли работников, а переводили их на неполный рабочий день⁵⁵. Это происходило потому, что в США акционеры вознаграждают руководство компаний за поддержание при-

55. Karl Brenke, Ulf Rinne, Klaus F. Zimmermann, 'Short-Time Work: The German Answer to the Great Recession', IZA Discussion Paper 5780, June 2011, <http://ftp.iza.org/dp5780.pdf>.

былей в условиях спада даже ценой сокращения рабочей силы. В Германии вознаграждение руководства определяется другими факторами. Более того, немецкая корпоративная культура и институциональная среда очень отличны от американских. Особенное значение имеет разделение власти на предприятии между наблюдательным советом, включающим представителей работников, и советом директоров⁵⁶.

Можно задаться вопросом: насколько большой урон нанес этот кризис странам с высоким доходом по сравнению с прошлыми финансовыми потрясениями? И снова работа профессоров Рейнхарт и Рогофф дает ответ. В книге «На этот раз все будет иначе» они отмечают, что «последствия банковских кризисов связаны с глубокими снижениями производства и уровня занятости. Уровень безработицы поднимается в среднем на 7 процентных пунктов во время низкой фазы данного цикла, которая длится в среднем более четырех лет. Падение производства составляет (от высшего уровня до самого низкого) в среднем более чем 9%, хотя его продолжительность в среднем составляет два года»⁵⁷.

Таким образом, в сравнении с предыдущими кризисами ситуация в крупных странах с высоким доходом не такая уж плохая. Средний уровень снижения ВВП, вычисленный Рейнхарт и Рогофф, был достигнут только в одной стране, Японии, где ВВП снизился на 9,2%. Во Франции падение ВВП от пика до самой глубокой точки составляло 4,3%, в США — 4,6%, в еврозоне — 5,6%,

56. См. Government Commission of the German Corporate Governance Code, 'German Corporate Governance Code (as amended on 18 June 2009)', <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/1.html>.

57. Reinhart and Rogoff, *This Time is Different*, p. 224; Рейнхарт и Рогофф, *На этот раз все будет иначе*, с. 264. Следует заметить, что они используют данные по годовому душевому ВВП по паритету покупательной способности, а не просто по ВВП. Разница между этими показателями для стран с высоким доходом и медленно растущим населением вряд ли большая. Исключением, может быть, является США, где ВВП на душу населения падал несколько быстрее, чем просто ВВП. Страны, участвовавшие в сопоставлении по уровню безработицы и ВВП, включают Малайзию (1997), Индонезию (1997), Японию (1992), Таиланд (1997), Филиппины (1997), Гонконг (1997), Норвегию (1987), Южную Корею (1997), Аргентину (2001), Швецию (1994), Испанию (1997), Колумбию (1998), Финляндию (1991) и США (1929). См. рис. 14.3 и 14.4 (*Ibid.*, p. 229–230; там же, с. 270 и 272).

в Великобритании — 6,3%, в Германии — 6,8% и в Италии — 9,1% (там ВВП продолжал падать и в третьем квартале 2013 года). Все эти показатели довольно мрачные. И все же падение было мягче, чем в среднем во время предыдущих кризисов, которые изучили Рейнхарт и Рогофф. Более того, падение продолжалось сравнительно недолго. Дно было достигнуто в течение четырех или пяти кварталов, после чего началось восстановление.

Схожим образом безработица росла медленнее, чем в среднем по расчетам Рейнхарт и Рогофф. Самый высокий рост безработицы по сравнению с докризисной низшей точкой был зафиксирован в США в мае 2012 года и составил 5,6 п.п. В Японии он составил всего 1,6 п.п., во Франции — 2,5 п.п., в Великобритании — 3,3 п.п., а в Италии — 4,3 п.п. В Германии рост безработицы составил всего 0,9 п.п. в первые месяцы кризиса, но впоследствии безработица упала до уровня, значительно ниже докризисного.

Хотя и нельзя отрицать, что в исторической ретроспективе посткризисные показатели этих стран были не самыми плохими, кризис оказался болезненным и изнурительным. Почему финансовые кризисы приводят к подобным последствиям? И почему восстановление в одних странах так долго не наступало, а в других — опять сменилось падением? Чтобы ответить на эти вопросы, нужно разобраться, как рецессии отражаются на бухгалтерских балансах.

Механизмы снижения рычага после кризиса

Крупный финансовый кризис приводит к тяжелой рецессии. Крупный финансовый кризис, следующий за масштабным бумом кредитования, приводит к особенно тяжелой рецессии и надолго замедляет экономический рост. Профессор Алан Тейлор из Вирджинского университета, известный историк экономики, отмечает, что «кредитный бум в сочетании с финансовым кризисом создают взрывоопасную смесь, возникновение которой сопряжено с аномально резким и про-

должительным снижением темпов роста и инфляции, сокращением объемов кредитования и инвестиций»⁵⁸.

Можно выделить пять главных явлений, определяющих развитие экономики в посткризисный период.

Первое и самое важное: перед крахом сразу в нескольких странах угрожающе быстро росли долги частного сектора (т.е. стоимость ценных бумаг); иными словами, усиливался эффект финансового рычага (отношения долга к богатству или к доходу). (На рис. 5 показаны данные по США вплоть до третьего квартала 2013 года.) Пересек ли уровень долга критическую отметку в той или иной стране, вопрос дискуссионный. Но не подлежит сомнению, что бесконечно продолжаться эта тенденция не могла. Именно рост долга, то есть постоянное перекредитование, позволяло некоторым домохозяйствам и предприятиям постоянно расходовать сверх своих доходов. Как только начался кризис, должникам перестали давать новые займы; более того, когда начались выплаты по долгам, нетто-заимствование ушло в минус. В результате вчерашним заемщикам пришлось резко снизить расходы — хотели они того или нет. В то же время кредиторы осознали, что размер их богатства и доходов снизился или вырос риск их потерять (а чаще и то и другое). А значит, и они не стремились увеличивать расходы. Возвращение объема заимствований к устойчивому уровню займет немало времени; как отмечается в серьезном исследовании посткризисных процессов уменьшения финансового рычага в частном секторе, выполненном *McKinsey Global Institute*, в прошлом этот срок составлял от четырех до шести месяцев — в частности, так было в Финляндии и Швеции в начале 1990-х годов⁵⁹.

Вторая причина, из-за которой последствия финансового кризиса столь продолжительны, состоит в том, что длительный рост долга и расходов на его обслуживание искажают пропорции в экономике. Пузыри на рын-

58. Alan M. Taylor, 'The Great Leveraging', Working Paper 18290, National Bureau of Economic Research, August 2012, www.nber.org, p. 32.

59. Charles Roxborough et al., 'Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth', updated research, McKinsey Global Institute, January 2012, http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/financial_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth, p. 3.

как активов способствуют избыточным инвестициям, например, в жилую и коммерческую недвижимость. Когда с наступлением кризиса заемные средства станут недоступными, часть объектов будет заброшена, что сократит объем физического капитала данной страны. Что еще важнее, падение, подчас стремительное, ожидает отрасли, предлагавшие товары и услуги тем, кто неразумно наращивал расходы. Самый очевидный пример — обвал расходов на строительство в ряде стран, пострадавших от кризиса. Снижаются доходы банкиров, комиссионные вознаграждения агентов по продаже недвижимости, гонорары юристов и т. д. Помимо этого, слабость экономики сама по себе снижает потенциал экономического роста (то есть темпы роста производственных возможностей), поскольку инвестиции остаются недостаточными. Аналитики существенно пересмотрели прогнозы уровня и темпов роста потенциального выпуска для многих стран, пострадавших от кризиса. Так, в 2011 году Бюро бюджетной ответственности Великобритании представило прогноз потенциального выпуска на 2017 год в реальном выражении, который оказался на целых 18% ниже, чем следовало из докризисного тренда⁶⁰.

Третья причина слабости экономики в посткризисный период — это ущерб, нанесенный финансовому сектору. Перегруженные «плохими» долгами и испытывающие нехватку капитала, финансовые институты ведут себя гораздо осторожней. Регулирование, как правило, эту осторожность усиливает. Банки прекращают кредитование. Это приводит к дальнейшему сокращению использования заемных средств в остальных сферах экономики. Еще важнее другое обстоятельство: банки, выдавая кредиты экономике, автоматически создают деньги как побочный продукт (подробнее речь об этом пойдет в главе 6). Это сущностная черта их деятельности. Ссужая деньги, они создают задолженность банка перед своим клиентом, а с другой стороны, клиента перед банком. Это простое следствие бухгалтерского метода двойной записи. Задолженность банка перед клиентом называется депозитом, а депозит — это и есть деньги.

60. Martin Wolf, 'Mind the Gap: Perils of Forecasting Output', *Financial Times*, 9 December 2011.



РИС. 5. Накопленный долг частного сектора США (в % от ВВП)

Источник: Federal Reserve and Bureau of Economic Analysis.

Поэтому когда банки приостанавливают выдачу кредитов, рост денежных запасов на руках у населения замедляется.

Четвертая причина, подтачивающая жизненные силы экономики, — это слишком низкая инфляция или хуже того — дефляция. Дефляция, или снижение уровня цен, создает угрозу того, что великий американский экономист Ирвинг Фишер в 1930-е годы назвал «долговой дефляцией» — увеличением реального уровня долга и реальных размеров процентных платежей на фоне экономического спада⁶¹. Увы, в отдельных странах еврозоны долговая дефляция такого рода уже идет. Однако дефляция опасна не только потому, что она повышает реальную стоимость долговой нагрузки, но и потому, что она слишком высоко поднимает реальные ставки процента. В экономике с крайне высоким уровнем заимствований, пострадавшей от кризиса, равновесные реальные ставки процента могут опуститься глубоко ниже нуля. Но в условиях дефляции реальные ставки

61. Irving Fisher, 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica* (1933).

процента будут оставаться положительными, даже если центральный банк обнулит номинальную ставку. Кроме того, долгосрочные ставки окажутся выше краткосрочных из-за того, что Кейнс назвал «предпочтением ликвидности»: если бы и краткосрочные, и долгосрочные ставки равнялись нулю, владелец облигаций не получал бы никакой компенсации, отказываясь от хранения ликвидного и безрискового актива — денег. Как следствие, в условиях дефляции добиться отрицательных долгосрочных ставок процента еще труднее, чем краткосрочных. И поэтому дефляция или даже низкая инфляция могут существенно затруднить рост экономики.

Известно, что дефляция стала причиной затяжного спада в экономике Японии, которую в 1990-х годах охватил масштабный кризис, вызванный прекращением кредитного бума. Индекс потребительских цен в Японии упал и оставался низким более двадцати лет. Как следствие, японская экономика год за годом существовала в условиях положительных реальных процентных ставок, даже несмотря на то что в середине 1990-х годов официальная краткосрочная ставка была близкой к нулю или просто нулевой, а долгосрочная ставка была ниже 2% после 1999 года и ниже 1% с конца 2011 года. Вот почему целевой уровень инфляции в 2% стал «первой стрелой» «абэномики» — нового курса экономической политики, предложенного премьер-министром Синдзо Абэ и принятого в начале 2013 года Центральным банком Японии и японским правительством⁶².

Но серьезные трудности могут возникать и в отсутствие дефляции — в случае если в условиях низкой инфляции равновесные реальные процентные ставки снижаются до критического уровня. Например, при инфляции в 2% реальные краткосрочные ставки процента не могут опуститься ниже -2%, если только не рассматривать крайне маловероятный сценарий отрицательных номинальных ставок (такое возможно, но трудноосуществимо на практике). Исходя из этого,

62. Подробный обзор абэномики см. в: 'Transcript of Interview with Haruhiko Kuroda, Governor of the Bank of Japan', Financial Times, 3 January 2014, <http://www.ft.com/cms/s/0/f1e46c46-7472-11e3-9125-00144feabdco.html?siteedition=uk>.

ряд экономистов, в том числе Оливье Бланшар, главный экономист Международного валютного фонда, заявляли, что в кризис стала очевидной недостаточность привычного к тому времени целевого уровня инфляции в 2%: в наиболее пострадавших экономиках, где краткосрочные процентные ставки составляли от -3 до -5%, «нормальным» был бы уровень инфляции порядка 4%⁶³. Наконец, в-пятых, застой может превратиться для экономики в перманентное состояние. Как утверждал Джон Мейнард Кейнс, застой сводит на нет «самопроизвольный оптимизм», направляющий деятельность предпринимателей⁶⁴. Это запустит порочный круг с постоянным ухудшением результатов: недостаточные инвестиции ведут к низкому спросу и замедляют экономический рост, что укрепляет предпринимателей в решении повременить с инвестициями. У людей, недавно переживших кризис, море причин чувствовать неуверенность и действовать с опаской. Один из источников неопределенности — распространение популистских политических идей: так, в США набрало влияние «Движение чаепития». Более важный фактор — это слабый и шаткий спрос, а также сохраняющаяся уязвимость финансовой системы.

Следовательно, общий результат кризиса — это некоторое снижение предложения по сравнению с докризисным трендом, но в еще большей степени — непропорционально сильное снижение спроса. Возникает угроза длительной «рецессии бухгалтерских балансов» — этот термин предложил Ричард Ку из исследовательского института Номура для обозначения ситуации, при которой перегруженный обязательствами частный сектор стремится снизить уровень долга (по собственной инициативе либо вынужденно) или, по крайней мере, не хочет или не может его увеличивать⁶⁵.

63. См.: Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia and Paolo Mauro, 'Rethinking Macroeconomic Policy', IMF Staff Position Note, 12 February 2010, SPN/10/03, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.

64. Кейнс ввел это понятие в классической работе «Общая теория занятости, процента и денег». *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London: Macmillan, 1936).

65. Richard Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession* (Singapore: John Wiley, 2008).

То, что произошло после кризиса с балансами отдельных секторов экономики США — балансом расходов и доходов домохозяйств, корпораций, правительства и иностранных предприятий, — это классическая картина рецессии бухгалтерских балансов, в которую погружается экономика. Долгое время США имели дефицит внешнего счета; после кризиса он уменьшился, но не исчез. В секторе американских домохозяйств вплоть до 2005 года также происходил постоянный рост финансового дефицита (то есть расходы превышали доходы), по мере того как домохозяйства все больше и больше занимали под залог дорожающей недвижимости. Но как только в 2006 году жилищный пузырь лопнул, дефицит начал сокращаться. Такой сценарий было легко предвидеть. В период с третьего квартала 2005 года по второй квартал 2009 года финансовый баланс американских домохозяйств, то есть отношение между доходами и расходами, сместился в сторону преобладания доходов над расходами и достиг гигантской величины в 7,2% ВВП: столь сильного сокращения расходов в процентном отношении к доходам уже было бы достаточно, чтобы вызывать депрессию. Однако в секторе корпораций произошел столь же мощный сдвиг: дефицит сменился на профицит размером в 6,2% ВВП в четвертом квартале 2008 года — это был прямой результат кризиса; баланс вернулся к дефициту лишь в третьем квартале 2009 года.

По определению, финансовые балансы всех секторов в сумме должны равняться нулю: это неизбежно, поскольку доходы одного экономического агента составляют расходы другого. Поэтому, если одна группа агентов расходует меньше своего дохода, то, согласно простым принципам учета, другие должны расходовать больше, чем получают в виде дохода. В данном случае компенсацией за переход к экономии в частном секторе стало ухудшение финансового счета государства (о чем говорилось выше). Но дефицит бюджета перестал расти еще во втором квартале 2009 года, задолго до того, как вступила в силу какая-либо из мер экономической политики. И поэтому, кстати, безосновательно утверждение, что огромный бюджетный дефицит в США — это следствие дискреционного стимулирования. Усугубление дефицита бюджета произошло автоматически и пришлось

очень кстати, поскольку помогло сгладить обрушение частных расходов и рост частных сбережений.

В данном случае вовсе не дефицит бюджета вытеснил частные расходы. Наоборот, урезание расходов в частном секторе привело к росту бюджетного дефицита, так как снижение ВВП повлекло за собой рост бюджетных расходов и снижение бюджетных поступлений: меры экономии, предпринятые индивидами и фирмами под натиском финансового кризиса, *вызвали* рост бюджетного дефицита, поскольку автоматически *привели* к повышению расходов на пособия по безработице и другие статьи, смягчающие негативное воздействие кризиса, тогда как расходы частного сектора, выпуск и поступления в бюджет снизились. В случае полной занятости все было бы по-другому: рост бюджетного дефицита вызвал бы рост процентных ставок и вытеснил частные расходы. Во время кризиса стала очевидной необходимость «подушки безопасности» в рамках бюджета (возможность пойти на увеличение дефицита бюджета для выхода из рецессии, вызванной действиями частного сектора), ведь даже чрезвычайно сильные меры денежно-кредитного стимулирования оказались недостаточны, чтобы предотвратить переход домохозяйств и корпораций к профицитному балансу. Что они оказались недостаточны, мы знаем точно, поскольку как раз такую политику стимулирования проводило правительство. В таких ситуациях более уместна кейнсианская бюджетная политика.

Ту же самую мысль можно выразить и по-другому, сказав, что экономика попала в «ловушку ликвидности», то есть положение, когда процентная ставка центрального банка уже находится на минимальном уровне, а в частном и внешнем секторах уровень доходов все равно намного выше, чем уровень планируемых расходов, соответствующий полной занятости (то есть уровень расходов в условиях полной занятости, что, конечно, из области гипотетического). Выход из этого положения возможен одним из двух способов: либо через полномасштабную депрессию, когда доход падает сильнее расходов, либо через высокий бюджетный дефицит. Если бы государство отказалось от дефицита и по примеру частного сектора резко урезало расходы, то началась бы де-

прессия, возможно, столь же глубокая, как и Великая депрессия. Считать, что государство с финансовой точки зрения аналогично простому домохозяйству или крупной корпорации, абсурдно. Правительство должно активно реагировать на происходящее в частном секторе и в первую очередь — в период острых кризисов.

Когда кризис наступил, почти никто не спорил, что на первое время нужно смириться с большим дефицитом бюджета, а то и увеличивать его. Однако, как считает Ричард Ку, дефицит бюджета нужно поддерживать до тех пор, пока дисбалансы в частном секторе не исправятся. Дело в том, что индивиды, стремясь снизить свою задолженность, начинают тратить меньше своего дохода, что ведет к возникновению финансового излишка. Однако если не учитывать внешний сектор, то финансовый излишек в частном секторе по определению означает дефицит бюджета — это простая арифметика. Многие люди, даже понимая суть этого довода, не стремятся с ним соглашаться. И вскоре — намного раньше, чем следовало, — ответственные за экономическую политику снова начали бороться с бюджетным дефицитом (добровольно или находясь под давлением извне, как в пострадавших странах еврозоны), что затруднило восстановление или вовсе сделало его невозможным.

Жесткая экономия вместо стимулирования

На саммитах в Вашингтоне, Лондоне и Питтсбурге, состоявшихся в 2008 и 2009 годах, лидеры стран «Большой двадцатки» выразили согласие с тезисом о необходимости активных антикризисных мер. 25 сентября 2009 года в Питтсбурге они заявили следующее: «Сегодня мы объявляем, что будем продолжать активные антикризисные меры до тех пор, пока не будет достигнуто устойчивое восстановление. Мы сделаем все, чтобы вместе с возобновлением роста вернулись и рабочие места. Мы не допустим преждевременного отказа от стимулирующих мер»⁶⁶.

66. 'Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit', <http://www.ft.com/cms/s/o/5378959c-aa1d-11dc-a3cc-00144feabdco.html>.

Там же, в Питтсбурге, они достаточно ясно и справедливо оценили политику, предпринятую годом ранее: она «сработала». Она и правда сработала. Пугающий экономический спад, начавшийся в 2008 году, удалось остановить, и в 2009 году начался подъем. Это следует признать важным достижением современной экономической политики.

Однако вскоре, на саммите в Торонто 26–27 июня 2010 года, их мнение поменялось. Теперь тон итогового коммюнике стал обеспокоенным: «Недавние события четко указывают, насколько важно сохранять здоровую бюджетную политику и вывести наши страны на путь устойчивой финансовой политики — вызывающей доверие, хорошо распланированной во времени, стимулирующей экономический рост, учитывающей особенности каждой из стран»⁶⁷.

Этим заявлением они не ограничились: «Развитые страны договорились, что к 2013 году их бюджетный дефицит будет, по крайней мере, уменьшен вдвое, а отношение государственного долга к ВВП к 2016 году стабилизируется или будет сокращено».

Таким образом, в середине 2010 года лидеры «Большой двадцатки» отвергли решительную антициклическую политику и перешли к мерам жесткой экономии. И более того, это случилось в момент, когда страны еще далеко не оправались от кризиса (см. рис. 3). Жесткая экономия не осталась только на бумаге. Ужесточение бюджетной политики началось в 2010–2011 годах во всех ведущих странах. И это обстоятельство, безусловно, помогает понять, почему столь многообещающее восстановление стало угасать. В посткризисных условиях, когда спрос в частном секторе был неустойчив, а ставки процента находились близко к нулю, меры финансовой экономии нанесли ущерб восстановлению.

Так почему же произошла эта преждевременная смена политики? Частично это объясняется тем, что имелись влиятельные научные исследования, доказывавшие, что нельзя бесконечно наращивать долг и что возможен «стимулирующий эффект ограничительной фискальной

67. 'The G-20 Toronto Summit Declaration', 26–27 June 2010, <http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communique.html>.

политики» — об этом я буду говорить ниже, в главе 8. Отчасти дело в том, что политики ошибочно полагали, будто восстановление уже произошло. Отчасти причина в некритическом принятии чрезмерно упрощенного и неверно понимаемого тезиса «нельзя выбраться из долгов, набирая новые долги». Принципиальный момент в том, что с выпуском нового долга меняется и состав должников. Необходимо, чтобы старые должники, утратившие кредитоспособность, были заменены новыми, кредитоспособными должниками. Если же каждый в одно и то же время урезает заимствования и расходы, то наступает депрессия — в этом и состоит «парадокс сбережений» (этот термин в широкий оборот ввел ныне покойный нобелевский лауреат Пол Самуэльсон)⁶⁸.

Но есть и еще одно объяснение — это внутренние особенности политического процесса. В США республиканцы, руководствуясь соображениями как электорального, так и идеологического порядка, упорно выступали против всякой мысли, что правительство должно помогать экономике, а не сидеть, сложа руки; поэтому они не могли позволить администрации Обамы доказать обратное в условиях крупнейшего за восемьдесят лет экономического кризиса. Как следствие, республиканцы в Конгрессе сделали все от них зависящее, чтобы не дать администрации президента сделать хоть что-то, что могло бы улучшить экономические показатели. В Великобритании коалиционное правительство, пришедшее к власти в мае 2010 года, возвело политику жесткой экономии в ранг своей первостепенной задачи, стараясь дистанцироваться от лейбористов, а также возложить на них вину за все тяготы кризиса. Было и еще одно, даже более важное, событие, которое способствовало сдвигу в сторону экономии. Это был кризис еврозоны, который привел к переходу правительств стран евро на режим жесткой экономии; далее их примеру последовали испуганные событиями в еврозоне политики других стран. Наиболее ортодоксальные, а также легче всего поддающиеся смене настроений экономисты заявляли, что всякая страна с высоким бюджетным дефицитом, даже США, завтра окажется в таком же состоянии, в каком сегодня

68. Paul Samuelson, *Economics*, first edition (New York: McGraw-Hill, 1948).

пребывает Греция. Кризис в Греции, который будет рассмотрен в следующей главе, привел к разрушительным последствиям куда большего масштаба, чем следовало из тяжести ее положения или ее роли в мировой экономике⁶⁹. Это была настоящая греческая трагедия на современный лад.

Заключение

Финансовый кризис был большим бедствием. Но правительствам ведущих стран удалось, начиная с октября 2008 года, в течение примерно полутора лет проводить скоординированные ответные меры, оказавшиеся целенаправленными и результативными. Результат мог бы быть намного больше. И все-таки, благодаря сделанному, удалось остановить панику и развернуть падающую экономику, к концу 2008 — началу 2009 года уже опустившуюся довольно глубоко. Меры подействовали, хотя изначально рецессия была столь же сильной, как в 1930 году. К сожалению, экономические власти вскоре отказались от мер, которые позволяли сглаживать последствия снижения кредитного плеча в частном секторе и, соответственно, избежать длительной рецессии бухгалтерских балансов. Во многом поэтому восстановление и оказалось столь слабым, а в 2011 и 2012 годах практически свелось на нет. Такая неблагоприятная смена политического курса отчасти была следствием кризиса еврозоны. Он стал вторым актом глобального финансового кризиса и является темой следующей главы.

69. Martin Wolf, 'The Toxic Legacy of the Greek Crisis', *Financial Times*, 18 June 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/b31dd248-d785-11e2-a26a-00144feab7de.html>.

ГЛАВА 2

Кризис в еврозоне

Может быть, рынки и выступили катализатором кризиса суверенных долгов, но нельзя отрицать, что именно непомерные государственные расходы привели к неустойчивым уровням долга и дефицита бюджета, поставив под угрозу наше экономическое благосостояние.

*Вольфганг Шойбле,
министр финансов ФРГ, 2011¹*

У ЗОНЫ евро был свой *Lehman*. Им стала Греция. В то время как кризис, вызванный крахом *Lehman*, сразу привел к тяжелым, но кратковременным последствиям, последствия греческого кризиса были менее суровыми, но затянулись надолго. События в Греции спровоцировали продолжительный кризис, обнаживший трещины в самом фундаменте экономики еврозоны и ее институциональной структуры. Евро не только не скрепил единство европейцев, но породил разлад, смятение и отчаяние. Еврозона скрепила денежные системы европейских стран узами несчастливого брака, в котором развод практически невозможен. А поскольку страны, входящие в зону евро, вместе составляют вторую по величине экономику в мире после США, европейский кризис создал угрозы для глобальной стабильности. Существование этой хрупкой структуры превратило серьезный финансовый кризис в экономическую катастрофу.

Кризис кончился, да здравствует кризис!

Момент истины для еврозоны настал в октябре 2009 года, когда Георгий Папандреу, недавно взошедший на пост премьер-министра Греции от партии социалистов, объявил миру — и прежде всего многострадальным партнерам Греции по зоне евро, что бюджетный дефицит стра-

1. *Financial Times*, 5 September 2011.

ны в текущем году составит 10% ВВП. Эта цифра была намного выше оценки дефицита в 6–8% ВВП, которая всего несколько недель назад фигурировала в прогнозе уходящего правительства консерваторов². Еще дальше она отстояла от целевой отметки на 2009 год, установленной Европейской комиссией в июне 2008 года, составлявшей всего 1,8% ВВП (хотя этот показатель уже включал обязательства по единовременному снижению дефицита на 0,75 п.п.)³. Жан-Клод Юнкер, возглавлявший группу из министров финансов шестнадцати стран, входивших в еврозону на тот момент, в ответ заявил: «Игры кончились. Нам нужны серьезные результаты»⁴. Но в конце концов дефицит достиг 15,6% ВВП⁵.

Столь удручающим финансовое положение Греции сделали вовсе не чрезмерные, по меркам еврозоны, государственные расходы, а низкие бюджетные поступления при высоком уровне расходов. Так, по данным МВФ, в 2009 году доля государственных расходов в ВВП Греции составляла 54%. По этому показателю Греция находилась на третьем месте в еврозоне после Франции и Финляндии. В то же время в семи странах еврозоны уровень расходов превышал 50% ВВП. К числу этих стран, помимо трех вышеназванных, относились Бельгия, Австрия, Италия и Нидерланды. Из них только в двух странах (Греции и Италии) впоследствии разразился кризис. Однако отношение совокупных бюджетных поступлений к ВВП Греции равнялось лишь 38%, ниже оно было только в Испании, Ирландии и Словакии; в остальных странах с высоким уровнем расходов этот показатель был намного выше: например, в Финляндии он составлял 54% ВВП, во Франции — 49%. Греция погрузилась в пучину экономических трудностей, не сумев устоять перед высокими, чаще всего не осо-

2. Tony Barber, 'Greece Rapped for Understating Deficit', *Financial Times*, 20 October 2009.

3. European Commission, Economic Forecast Autumn 2008, 6/2008, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13290_en.pdf.

4. 'Highlights — Eurogroup Finance Ministers' Meeting', Reuters, 19 October 2009, <http://www.reuters.com/article/2009/10/19/eurogroup-idUSLJ6461320091019>.

5. Organisation for Economic Co-operation and Development, Economic Outlook 94, Statistics and Projections, Government Net Lending, as a Percentage of GDP, http://stats.oecd.org/BrandedView.aspx?oecd_bv_id=eo-data-en&doi=data-00676-en.

бенно эффективными, государственными расходами, а с другой стороны, не имея возможности или желания повышать налоги. В конечном счете к кризису привели не процессы в экономике, а неверные политические решения, хотя нахождение в составе еврозоны такой политике потворствовало.

Пока в Греции не настал момент истины, европейские лидеры рассматривали кризис как проблему англоязычных стран, сосредоточенную в Нью-Йорке и Лондоне. Да, их банки тоже угодили в водоворот, но ведь они тоже были частью глобальной финансовой системы. Но они неколебимо верили, что кризис вызвали неадекватная политика и неграмотное регулирование в других странах. Они уверенно критиковали американские экономические власти за их действия в сентябре 2008 года, в частности, за отказ от спасения *Lehman*. Конечно, они знали, что кризис придет и к ним, разве можно было этого избежать? Они прекрасно понимали, что нужно будет предпринимать ответные меры. Но они были уверены — в этом нет их вины.

Однако они зря возмущались. Безусловно, вера в финансовую либерализацию раньше всего зародилась в США и Великобритании, и это справедливо отмечает Джордж Стиглиц, нобелевский лауреат из Колумбийского университета, автор книги «Свободное падение»⁶. Однако европейские финансовые институты в своей деятельности и на американском, и на внутреннем рынках полностью повторили вредные практики американских банков. В Ирландии и Испании, входящих в зону евро, надулся огромный жилищный пузырь, сопровождаемый кредитным бумом. Что самое главное, институциональные просчеты еврозоны никак нельзя было поставить в вину США и Великобритании. Евро был изобретен на континенте, а страдать от его недостатков пришлось не только еврозоне, но и всему миру.

В 2009 и 2010 годах эпицентр кризиса переместился в еврозону и остается там до сих пор. До начала кризиса инвесторы считали, что все облигации стран евро-

6. Joseph E. Stiglitz, *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy* (London: Allen Lane, 2010); Джозеф Стиглиц, *Крутое пики. Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса* (Москва: Эксмо, 2011).

зоны в равной степени рискованны или, скорее, в равной степени безопасны. Сегодня вообще удивительно, как кому-то в голову могла прийти такая странная мысль — что греческий и немецкий государственный долг между собой равны. С одной стороны, это было одно из проявлений недалёковидности частных инвесторов. Но, с другой стороны, подобные иллюзии поддерживали нормы регулирования, установленные Базельским комитетом по банковскому надзору (международный комитет банковских инспекторов). Первое издание этих норм, известное как Базель I, было введено в 1988 году⁷. Базель I разрешал банкам учитывать государственный долг как безрисковый актив и, как следствие, покупать подобные активы безо всякого обеспечения собственным капиталом. Представление, что государственные долговые бумаги имеют нулевой риск, в определенной степени оправдано для стран, занимающих в той же валюте, выпуск которой они контролируют: для них, по крайней мере, очень маловероятен риск прямого дефолта, хотя существует риск инфляции. Но подобный вывод совершенно неприложим к странам, которые занимают в евро, но центральный банк которых не имеет над выпуском евро почти никакой власти. Инвесторы начали осознавать это, как только вновь столкнулись с риском, о возможности которого успели позабыть за благополучные 2007–2008 годы. Начали заметно расти спреды между доходностью по облигациям федерального займа Германии (так называемыми бундесами⁸) и доходностью по облигациям более слабых стран, что отражало увеличение риска по бумагам второго типа в глазах инвесторов. К концу января 2009 года спред между греческими государственными облигациями и немецкими бундесами подскочил до 280 базисных пунктов (2,8 п.п.). Двумя годами ранее спред составлял лишь одну десятую от этой цифры (см. рис. 6).

7. См. статью 'Basel I', http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_I. Базель II, который, как предполагалось, сменит Базель I, был введен в 2004 году. Однако из-за кризиса он сам был сменен Базелем III, соглашение о котором было достигнуто в 2010–2011 годах и подвергнуто правкам в 2013 году. Вместе эти нормы регулирования называются «Базельскими соглашениями». См. http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_Accords.

8. Нем. Bundesanleihe. — *Примеч. пер.*



рис. 6. Спреды доходности относительно федеральных облигаций Германии (в процентных пунктах)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

Бегство из греческих долговых расписок усиливалось: в начале апреля 2010 года спред по отношению к бундес-облигациям поднялся почти до 4 п.п. По сути, потеряв возможность занимать на открытом рынке, греческое правительство, следуя инструкциям своих партнеров по еврозоне, обратилось за помощью к Международному валютному фонду⁹. 9 мая 2010 года МВФ согласился выдать 30 млрд евро в рамках Соглашения о резервном кредитовании (стандартная форма займов, предоставляемых МВФ), тогда как члены еврозоны предоставляли еще 80 млрд евро¹⁰. Комментируя соглашение, Доминик Стросс-Кан, впоследствии со скандалом покинувший пост управляющего распорядителя МВФ¹¹,

9. 'Statement by IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn on Greece', <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10168.htm>.

10. 'IMF Executive Board Approves €30 Billion Stand-by Arrangement for Greece', Press Release No. 10/187, 9 May 2010, www.imf.org.

11. Доминик Стросс-Кан покинул пост в МВФ 18 мая 2011 года после обвинений в сексуальных домогательствах по отношению к горничной одного из нью-йоркских отелей 14 мая. См. 'IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn Resigns', Press Release No. 11/187, 18 May 2011, <http://www.imf.org>.

заявил: «Мы уверены, что экономика выйдет из кризиса с новыми силами и энергией и сможет обеспечить рост, рабочие места и процветание, необходимые для будущего страны»¹².

Если господин Стросс-Кан и правда верил своим словам, то он либо легкомысленный оптимист, либо заглядывал куда-то очень далеко в будущее. Вплоть до января 2014 года спреда по греческим облигациям оставались выше — как правило, намного выше, чем до начала программы спасения. Ситуацию не исправила даже крупная реструктуризация займов в частном секторе, осуществленная в феврале 2012 года (ее эффект можно видеть на рис. 6)¹³. На всем протяжении периода, показанного на рис. 6, спреда между греческими и немецкими облигациями оставались довольно высокими, хотя и намного ниже пиковых значений.

Вскоре за Грецией последовала Ирландия, экономика и бюджет которой погрязли в плохих долгах, возникших после прекращения жилищного бума. 16 декабря 2010 года Международный валютный фонд согласился выдать Ирландии трехлетнюю ссуду стоимостью в 22,5 млрд евро в рамках международного пакета помощи общей стоимостью в 85 млрд евро. Остальную часть пакета помощи предоставили партнеры Ирландии по еврозоне через Европейский механизм финансовой стабильности (EFSM) и Европейский фонд финансовой стабильности (EFSF) — фонды, созданные странами еврозоны в качестве временного антикризисного средства; двусторонние ссуды предоставили Великобритания, Швеция и Дания; вклад самой Ирландии составил 17,5 млрд евро¹⁴. Как и в случае с программой помощи Греции, Европейский центральный банк взял на себя обеспечение ликвидностью обанкротившейся

org/external/np/sec/pr/2011/pr11187.htm; 'IMF Chief Dominique Strauss-Kahn Quits over Sex Charge', <http://www.bbc.co.uk/news/world-13450783>.

12. 'IMF Reaches Staff-level Agreement with Greece on €30bn Stand-by Arrangement', Press Release No. 10/176, 2 May 2010, www.imf.org.

13. David Oakley, Mary Watkins and Kerin Hope, 'Greece Launches Debt Swap Offer', *Financial Times*, 24 February 2012.

14. О Европейском механизме финансовой стабильности см. http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm. О Европейском фонде финансовой стабильности см. <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>.

банковской системы Ирландии¹⁵. Эта программа доказала свою успешность, и в декабре 2013 года Ирландия из нее вышла¹⁶. К началу января 2014 года спреда по ирландским бумагам относительно немецких опустили на 1,5 п.п.

20 мая 2011 года была согласована новая программа, на этот раз для Португалии, на сумму в 78 млрд евро, из которых 26 млрд евро выделил МВФ. Португалия, в отличие от Греции и Ирландии, пережила не бум с последовавшим крахом, а длительный период стагнации, отчасти обусловленный ее присоединением к валютному союзу на условиях неконкурентоспособного валютного курса. Соответствующий пакет помощи должен был, по словам Джона Липски, временного исполняющего обязанности директора-распорядителя МВФ, «помочь Португалии справиться с ее первостепенной проблемой — низкими темпами роста, для чего необходим комплекс политических мер, включающий структурные реформы, способствующие возврату конкурентоспособности, возвращение страны на путь устойчивой бюджетной консолидации и стабилизации финансового сектора»¹⁷. В отличие от Ирландии Португалия давно страдала от нехватки конкурентоспособности и медленного экономического роста, помимо более очевидных проблем бюджета и платежного баланса.

15 мая 2013 года, после бурных споров об условиях реструктуризации непомерно разросшейся банковской системы Кипра, было принято решение о предоставлении Кипру трехлетней программы помощи. МВФ согласился представить около 1 млрд евро по линии Механизма расширенного кредитования. Но это была лишь малая доля программы общей стоимостью в 10 млрд евро. Остальные средства выделил Европейский стабилизационный механизм, недавно пришедший на смену EFSM и EFSF в качестве постоянной программы помощи пострадав-

15. 'IMF Executive Board Approves €22.5 Billion Extended Arrangement for Ireland', 16 December 2010, Press Release No. 10/496, www.imf.org.

16. Lina Saigol and Janie Smyth, 'Ireland Posed to Exit EU Bailout', 13 December 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/f896ba08-63e7-11e3-b70d-00144feabdc0.html#slideo>.

17. 'IMF Executive Board Approves a €26 Billion Extended Arrangement for Portugal', Press Release No. 11/190, 20 May 2011, www.imf.org.

шим странам¹⁸. Необходимость подобной программы для Кипра частично объяснялась тем, что реструктуризация греческого долга больно ударила по кипрским банкам, имевшим на балансе большой объем греческих рисков. Программа помощи Кипру отличалась двумя важными чертами: во-первых, она впервые перекладывала убытки на кредиторов банка, включая, что примечательно, и вкладчиков (депозиты в ныне закрытом *Laiki Bank*, превышавшие 100 тыс. евро, были на 100% списаны в счет убытков; депозиты в более крупном *Bank of Cyprus*, превышавшие 100 тыс. евро, — на 60%), среди которых — неслучайно — было много иностранцев, особенно россиян. Во-вторых, программа помощи предполагала введение контроля над движением евро за пределами страны. Теперь становилось еще очевидней, что некоторые евро равнее других. Евро, вложенный в сомнительный банк, за спиной у которого стоит слабое государство, не равен евро, вложенному в крепкий банк, за спиной у которого сильное государство¹⁹. Такая структура банковского сектора сделала еврозону уязвимой к набегам на банки, поскольку каждый здравомыслящий вкладчик постарается снять деньги со счета в банке слабого государства и переложить их в банк с хорошей репутацией, особенно в период кризиса. Поэтому, когда еврозона еще только создавалась, многие специалисты говорили, что для ее долгосрочного выживания необходим банковский союз — в том или ином виде.

Но 2011 год принес и события поважнее череды кризисов в малых европейских странах. Со схожими финансовыми трудностями столкнулись Испания и Италия, гораздо более крупные экономики, и это был очень тревожный поворот событий. Опасность краха испанских и итальянских государственных финансов, банковской системы и всей экономики даже не была в полной мере осознана, не говоря уже о практических мерах. Четыре маленькие страны, которым оказали помощь, в 2012 году

18. European Central Bank, 'The European Stability Mechanism,' ECB Monthly Bulletin, July 2011, http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art2_mb201107en_pp71-84en.pdf.

19. 'IMF Executive Board Approves €1bn Arrangement under Extended Fund Facility for Cyprus', Press Release No. 13/175, 15 May 2013, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2013/pr13175.htm>.

вместе производили лишь 5,7% ВВП еврозоны. А одна Испания производила 10,8%, а Италия — аж 16,5%. Италия входит в «Большую семерку», но в то же время имеет третий по величине государственный долг в мире (после США и Японии). Финансовая и экономическая разруха в Испании и Италии навредила бы даже Франции. А это означало бы конец для евро как такового.

Рост спредов по итальянским и испанским долговым бумагам начался в 2008 году (см. рис. 7), во время глобальной переоценки рисков. Но поистине угрожающий рост их доходности начался летом 2011 года. С этого момента спреды доходности облигаций этих двух стран относительно немецких колебались от 3 п.п до более чем 6 п.п. Когда подобных отметок достигли спреды по бумагам Греции, Ирландии и Португалии, им были предложены программы помощи. В июне 2012 года Мадрид тоже попросил 100 млрд евро для рекапитализации своих бедствующих банков, и деньги были выданы ему в виде кредита²⁰. Однако Испания и Италия не получили внешних программ финансовой помощи, несмотря на высокие спреды по своим государственным облигациям, частично из-за того, что правительства этих стран не желали унижаться, поступаясь независимостью, а частично потому, что требовались слишком уж большие суммы, особенно в случае Италии. Точно нельзя сказать, сколько средств пришлось бы влить в их спасение. Но государственный долг Италии был примерно в четыре раза больше, чем все средства еврозоны, доступные для целей чрезвычайной помощи, большая часть которых к тому времени уже была использована другими странами еврозоны. У МВФ средств было еще меньше, чем в европейских фондах. Италия оказалась слишком большой, чтобы получить спасение.

Неудача с получением внешней помощи привела к смене премьер-министров. В середине ноября 2011 года итальянское правительство во главе с фигурантом множества скандалов Сильвио Берлускони досрочно ушло в отставку, и до выборов его сменило правительство почтен-

20. Jan Strupczewski and Julien Toyer, 'Eurozone Agrees to Lend Spain up to 100bn Euros', 10 June 2012, Reuters, <http://uk.reuters.com/article/2012/06/10/uk-Eurozone-idUKBRE85805E2012061>.

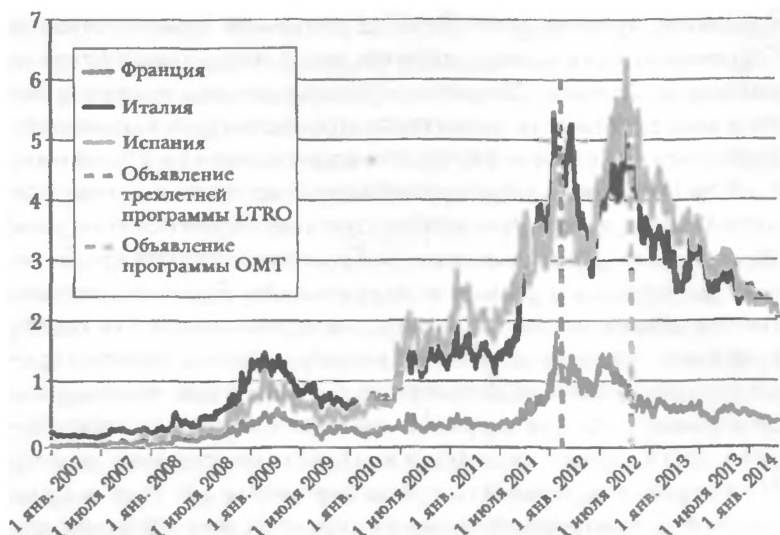


рис. 7. Спреды доходности относительно федеральных облигаций Германии (в процентных пунктах)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

ного технократа Марио Монти. Как показали всеобщие выборы в феврале 2013 года, у итальянцев Монти пользовался гораздо меньшей популярностью, чем у европейского истеблишмента. То же самое произошло в Греции: в том же ноябре был изгнан горемыка Папандреу, и на короткий срок его место занял Лукас Пападемос, бывший глава центрального банка Греции и вице-президент ЕЦБ. После выборов в мае и июне 2012 года премьер-министром стал Антонис Самарос из партии «Новая демократия»; на него возлагалась задача внедрить ту самую программу жестких мер экономии и структурных реформ, против которой он выступал, находясь в оппозиции. Некоторое время спустя правительство Монти в Италии сменилось новой коалицией, на этот раз во главе с левоцентристским технократом Энрико Летта, который, в свою очередь, в феврале 2014 года уступил место Маттео Ренци, политику левоцентристского толка.

Люди сменялись. Политика оставалась прежней. Когда наступает финансовый кризис, балом правят кредиторы. Когда кризис наступил в еврозоне, решающий голос оказался у Германии — потому что она и была самым

крупным кредитором. Всякое разумное правительство Германии, каким, несомненно, являлось правительство канцлера Ангелы Меркель — популярного, осторожно-го и ответственного политика, преследует весьма понятную цель: сохранить еврозону, но на условиях Германии.

Для Германии важно сохранить еврозону по ряду политических и экономических причин. К экономическим преимуществам еврозоны для Германии относятся большой внутренний рынок и значительно более конкурентоспособный валютный курс, чем она могла бы иметь при иных обстоятельствах. Господствующее мнение среди представителей деловой и финансовой элиты рассматривает их как крупное экономическое преимущество, хотя с этим согласится далеко не каждый немец. Политические преимущества еврозоны состоят в том, что это кульминация проекта европейской интеграции, который Германия стремилась реализовать после Второй мировой войны. Немецкое руководство последовательно отстаивало точку зрения, что это лучший способ преодолеть трудности во взаимоотношениях между сравнительно мощной Германией и ее многочисленными более слабыми соседями. Опять же, не каждый немец согласится с этой точкой зрения, и очевидно, что со времен объединения Германии в 1990 году приверженность идеалу единой Европы уменьшилась.

Результаты всеобщих выборов в Германии, состоявшихся в сентябре 2013 года, подтвердили общую ориентацию Германии на ЕС и еврозону. Ангела Меркель от Христианского демократического союза при поддержке Христианского социального союза Баварии завоевала 41,5% голосов. Еще 25,7% голосов привлекла проевропейски настроенная Социал-демократическая партия Германии. В сумме старые проевропейские партии заняли господствующую позицию в Бундестаге и смогли сформировать широкую коалицию с подавляющим большинством. На этих выборах впервые включилась в гонку новая партия *Alternative für Deutschland* («Альтернатива для Германии»), выступающая против евро (но не против ЕС). Но она получила всего 4,7% голосов и не прошла в Бундестаг. На каждых выборах послевоенной эпохи крайние партии, строящие повестку вокруг какого-то одного вопроса, показывали в Гер-

мании плохие результаты. Возможно, «зеленые» являются исключением, однако они расширили и смягчили свою программу, чтобы добиться сравнительного успеха. Немцы последовательно голосовали за устоявшиеся партии и вручали им мандат на проевропейскую политику, о преимуществах которой есть широкий национальный консенсус. Умеренные настроения стареющего и консервативного немецкого электората, вне всякого сомнения, частично можно объяснить опытом 1930-х годов; частично они результат видимых успехов этой стратегии.

Прежде всего, еврозона уже существует. Сломать ее — значит вызвать огромные экономические и политические потрясения. Выход из зоны евро запрещен европейским правом. Оно не содержит условий, при которых это было бы возможно. А кроме того, выход какой-то страны нельзя спланировать без утечек информации: это не тот вопрос, который несколько человек могут решить в тайне ото всех. Любая утечка привела бы к распродаже активов страны, намерившейся выйти из зоны евро, в том числе к набегу на ее банки. Чтобы предотвратить это, потребовался бы контроль над обменными операциями, а также запрет на снятие денег с банковских счетов. Паника распространилась бы на более слабые страны еврозоны, вызывая бегство валюты и, вполне вероятно, введение защитных мер. Выраженные в евро обязательства одной или нескольких стран, готовящихся к выходу, были бы деноминированы. Начались бы массовые государственные и частные дефолты, в первую очередь по обязательствам перед внешними заемщиками. Все это вызвало бы невероятную сумятицу и большие политические потрясения. Без преуменьшения это привело бы к настоящей буре и, вполне вероятно, к распаду ЕС. Хотя односторонний выход Германии нанес бы меньший экономический урон, все равно не удалось бы избежать серьезного экономического и политического хаоса²¹. И хотя многие немцы сегодня по-

21. См., к примеру: Barry Eichengreen, 'The Euro: Love it or Leave it?', 4 May 2010, <http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises>. См. также: Martin Wolf, 'A Permanent Precedent', *Financial Times*, 17 May 2012, <http://www.ft.com/cms/s/0/614df5de-9ffe-11e1-94ba-00144feabdco.html>.

лагают, что лучше было бы никогда не создавать единой валюты, теперь поздно сокрушаться. Разрушить уже построенное — не то же самое, что решить не строить.

Однако есть граница, после которой Германия может решить, что поддерживать еврозону слишком дорого; или, по крайней мере, руководство Германии желает, чтобы другие верили в существование такой границы. Кроме того, большинство немцев уверено, что политика, навязываемая непокорным странам-должникам, соответствует долгосрочным интересам последних. Специфика немецких представлений об экономической политике, среди прочего, объясняется влиянием экономической идеологии *Ordoliberalismus* (ордолиберализма); этой идеологией во многом руководствовался Людвиг Эрхард, чрезвычайно влиятельный министр экономики, а затем и канцлер Германии, когда после Второй мировой войны предложил концепцию «социальной рыночной экономики»²². Это идеология свободного рынка, подчеркивающая важность конституционных норм в отличие от дискреционной политики²³. Она целиком отвергала крайне влиятельную тогда кейнсианскую идею о дискреционной политике как инструменте макроэкономической стабилизации и предполагала, что стабильность цен должен обеспечивать центральный банк. Хотя немцы с XIX века разделяют идею государства благосостояния, благодаря усилиям Эрхарда они также усвоили идею рыночной конкуренции. Одна из главных задач государства в немецком понимании — поощрять конкуренцию.

Поэтому с точки зрения Германии, чтобы выйти из кризиса еврозоны, нужно воплотить эти принципы во всех странах валютного союза. Вот откуда берется этот акцент на нормотворчестве. А кроме того, акцент на мерах жесткой экономии и структурных реформах. С точки зрения Германии не следует ждать быстрых результатов. Германия верит в страдания во имя блага. Еще одно

22. Термин «ордолиберализм» был изобретен Геро Мёллером в 1950 году. Он происходит от названия журнала *ORDO — Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft* (ОРДО — Ежегодные материалы об экономическом и общественном порядке). В переводе с латинского *ordo* означает «порядок».

23. Об ордолиберализме см. <http://en.wikipedia.org/wiki/Ordoliberalism>.

объяснение подобной позиции — стремление избавиться от «морального риска» в международных кредитных отношениях. Понятие морального риска предполагает, что, предоставляя щедрую, а главное, безусловную страховку от несчастного случая, вы поощряете рискованное поведение. Беспокойство относительно стимулов, создаваемых страхованием, обоснованно: по этой причине в страховые договоры включают условие о том, что страхователь возмещает часть ущерба при наступлении страхового случая. В конце концов Германия продемонстрировала, что готова оказывать условную и ограниченную помощь, но только если пострадавшие государства готовы подчиниться ее требованиям — таковы условия страховки.

Естественно, Германия, как и всякая другая странакредитор в мировой истории, настаивает, что трудности должников — полностью их вина. Ее собственный профицит текущего счета никак не связан с дефицитом бюджета в странах-заемщиках; они безответственны, и точка. Вот почему Германия представляла в качестве основной проблемы бюджетный дефицит, а не дисбаланс счета текущих операций и настаивала на том, что имеет место бюджетный кризис, а не кризис текущих счетов в сочетании с финансовым кризисом, выводя из-под подозрений свои собственные финансовые институты и своих регуляторов. Мы еще вернемся к вопросу о том, почему Германия все же виновна в том, что выдавала займы людям, показавшим полную безответственность в своем стремлении жить в долг.

Между тем франко-немецкого двигателя европейской интеграции больше нет. Теперь это немецкий двигатель, к которому прилагается страдающий от укачивания французский пассажир. Во многом это следствие того, что экономическое положение Франции слабее, чем Германии: она потеряла свою конкурентоспособность после создания еврозоны. Ее лидеры с самого начала кризиса либо плелись за Германией (как Николя Саркози, находившийся на посту президента до мая 2012 года), либо носились с идеей противостояния укреплению Германии на достигнутых позициях (как сменивший Саркози Франсуа Олланд). Ни та ни другая стратегия не принесли успеха. Как выразился один высокопостав-

ленный еврочиновник, это партнерство «нужно только для того, чтобы камуфлировать силу Германии и слабость Франции»²⁴.

Если бы Германия сочла, что ее европейские цели несовместимы с внутренней денежной стабильностью, она бы наверняка выбрала последнюю. Из всех членов еврозоны она понесла бы самые низкие издержки адаптации, покинув еврозону. Но ей все равно пришлось бы заплатить высокую экономическую и политическую цену. В любом случае пока Германия не подошла к этой точке. И в основе ее экономической политики лежит допущение, что этого не произойдет: все члены еврозоны образуются и станут достойны полноправного членства в более федеративной еврозоне, управляемой по принципам Германии. Такова, согласно господствующему в Германии представлению, цена, которую они должны уплатить в обмен на принесенную Германией бесценную жертву — дойчмарку, символ послевоенной стабильности и успеха страны.

Поэтому, как только правительство Германии теряет доверие к лидеру той или иной страны-должника, он должен уйти. Но для этого не всегда нужен толчок извне. В Ирландии, Португалии и Испании политиков, руководивших страной во время кризиса, заставили уйти негодующие избиратели. Однако в конечном счете у пострадавших стран было мало выбора: либо смириться с перспективой неконтролируемого дефолта и даже, возможно, выхода из зоны евро, либо согласиться с мерами жесткой экономии и структурными реформами. В итоге все страны выбрали второй путь.

Когда в 2011 году кризис захлестнул Испанию и Италию, инвесторов стала все больше беспокоить разрушительная взаимозависимость банков и правительств: вторые получали у первых финансирование, а первые смотрели на вторых как на спасителей от кризиса. Перегруженные обязательствами банки и слабые правительства смотрелись словно двое пьянчуг, неуверенно поддерживающих друг друга. Одновременно с укреплением сомнений в кредитоспособности правительств

24. Charlemagne, 'The Driver and the Passenger', *The Economist*, 15 October 2011, <http://www.economist.com/node/21532283>.

и ростом беспокойства о перспективах экономики еврозоны (см. рис. 7) усугублялись и проблемы банков с финансированием.

В качестве ответной меры ЕЦБ в декабре 2011 года принял трехлетнюю программу долгосрочного рефинансирования (*LTRO*)²⁵. Она предполагала выдачу пострадавшим банкам 1 трлн евро в виде двух последовательных траншей залоговых кредитов²⁶. К несчастью, программа оказалась самой настоящей сделкой с дьяволом. Она действительно смягчила проблему нехватки средств у банков. Однако часть кредитных средств ЕЦБ банки направляли на покупку государственных облигаций. А затем эти облигации использовались в качестве залога по новым кредитам. Таким образом, в странах, испытывавших проблемы с финансированием бюджета, банки превратились в проводников среднесрочного финансирования от ЕЦБ к этому государству. Это еще теснее связало банки и правительства. Больше того, как показывает рис. 7, даже трехлетняя программа *LTRO* лишь ненадолго снизила стоимость кредита для правительств.

Это привело к гораздо более радикальной инновации — была принята Программа прямых монетарных операций (*ОТМ*). В знаменитой речи, произнесенной в Лондоне 26 июля 2012 года, Марио Драги, председатель Европейского центрального банка, сказал прямо: «В рамках своего мандата ЕЦБ сделает что угодно, чтобы сохранить евро. И поверьте мне, этого хватит. Есть еще один момент, — продолжил он, — который касается премий, начисляемых на суверенные бумаги правительств. Эти премии, как я уже сказал, связаны с риском дефолта и ликвидности; но, кроме того, они все больше и больше отражают риски конвертируемости»²⁷. Под «конвертируемостью» Драги имел в виду распад еврозоны. Ему удалось отыскать причину или, скорее,

25. Ralph Atkins, 'ECB Unveils New Support for Banks', Financial Times, 8 December 2012.

26. Об *LTRO* см. International Monetary Fund, 'Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation', IMF Country Report No. 12/181, July 2012, www.imf.org, Box 5, p. 18.

27. 'Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London', 26 July 2012, <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.

оправдание, с помощью которого можно было бы убедить инвесторов покупать суверенные бумаги уязвимых государств. После этого ЕЦБ одобрил новую программу, и единственным, кто выразил несогласие, стал глава Бундесбанка Йенс Вайдман; хотя и важный, его голос имел меньший вес, чем молчаливое согласие германского правительства.²⁸

Заявление Драги о готовности ЕЦБ «сделать что угодно» было блефом, но блефом поразительно удачным. Проблема была не в том, что у ЕЦБ могли кончиться деньги. Центральный банк всегда может создать больше денег. Однако в силу политических причин программа ОМТ допускала интервенции ЕЦБ на рынки государственных облигаций хотя и без ограничений по сумме, но лишь при выполнении формальных условий, закрепленных в программе помощи соответствующей стране²⁹. Условия были необходимы, потому что ЕЦБ являлся центральным банком не одной, а многих стран. Ему бы не сошло с рук предоставление безусловной помощи какой-либо одной стране. Но такая концепция программы заключает явное противоречие: условная помощь по определению не может быть неограниченной. Стоило какой-нибудь стране нарушить условия согласованной для нее программы, ЕЦБ сразу остановил бы поступление средств. Но как раз в такой момент паника на рынке достигла бы критической точки. Таким образом, ЕЦБ перекрыл бы помощь как раз в тот момент, ко-

28. 'Introductory Statement to Press Conference', 6 September 2012, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/isi20906.en.html>, and 'Technical Features of Outright Monetary Transactions', 6 September 2012, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

29. «Необходимым условием для участия в программе прямых денежных операций является полное соблюдение условий, установленных соответствующей программой в рамках Европейского механизма финансовой стабильности (*EFSS*) или Европейского стабилизационного механизма (*ESM*). Такая программа может иметь вид программы макроэкономической перестройки или превентивной программы помощи (кредитной линии с расширенными условиями) при условии, что она включает возможность покупки долговых бумаг на первичном рынке со стороны *EFSS* или *ESM*. Разработка условий для конкретных стран, а также мониторинг их выполнения будут осуществляться при поддержке МВФ». 'Technical Features of Outright Monetary Transactions', 6 September 2012, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

гда она нужнее всего. В любом случае даже при соблюдении всех условий ЕЦБ не сошло бы с рук приобретение государственных облигаций в неограниченных объемах; случись такое, вокруг него разгорелась бы настоящая гражданская война.

Еще одним препятствием для возможной реализации программы ОМТ стало решение Конституционного суда Германии, вынесенное в феврале 2014 года. По сути, суд определил, что ОМТ противоречит конституции Германии. Правда, немецкий суд обратился к суду Европейского союза с просьбой вынести постановление о законности ОМТ с точки зрения европейского права. Однако подобный запрос только усиливает сомнения о будущем программы. Более того, немецкий суд при желании мог и не сковывать себя нормами суда ЕС. Ввиду всех обстоятельств есть большие сомнения, что правительство Германии — текущее или будущее — захочет или сможет поддержать программу ОМТ, а без поддержки Германии ни ее принятие, ни ее успешная реализация невозможны³⁰.

К счастью, на момент, когда эта книга отправилась в печать, час испытания для этой программы еще не пробил. Не только объявление о программе, но и молчаливое согласие с ней правительств всех стран-членов оказали на рынки чрезвычайно сильное воздействие, поскольку считалось, что программа фактически исключает риск распада еврозоны. Как говорится в отчете Международного валютного фонда за июль 2013 года, посвященном еврозоне, «Обещание ЕЦБ сделать «все что угодно», в том числе принять программу ОМТ, повысило эффективность денежной политики и обеспечило сохранение евро»³¹. В частности, как свидетельствуют рис. 6 и 7, произошло отчетливое снижение спредов по высокорискованным государственным бумагам. ЕЦБ выиграл войну без единого выстрела. По-прежнему неизвестно, сработала бы программа, если бы ей довелось

30. См. Wolfgang Munchau, 'Germany's Constitutional Court Has Strengthened the Eurosceptics', *Financial Times*, 9 February 2014, <http://www.ft.com/cms/s/0/8a64e3ac-8f25-11e3-be85-00144feab7de.html>.

31. 'Euro Area Policies: 2013 Article IV Consultation', IMF Country Report No. 13/231, July 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13231.pdf>, Box 1, p. 8.

быть реализованной на практике. Впрочем, с запуска политики прошло более полутора лет, а претворение ее в жизнь все откладывается.

Успех, который принесло заявление о программе ОМТ, подтверждает правоту тех, кто уже давно утверждал, что резкий рост спредов отражает вызванную паникой нехватку ликвидности на рынках или, говоря специальным языком, риски, связанные с существованием «множественного равновесия». Пол де Грауве, известный бельгийский экономист, ныне работающий в Лондонской школе экономики и социальных наук, много раз выступал в поддержку активного вмешательства центрального банка в работу рынков как средства предупредить возникновение самоисполняющейся паники, при которой стоимость заимствований застревает на уровне плохого равновесия. Успех ОМТ служит подтверждением его аргументов³². Есть и иное объяснение, на практике, впрочем, означающее для рынков то же самое. Возможно, инвесторы оказались неспособны рационально оценить стоимость государственных облигаций, поскольку не могли просчитать риск наступления катастрофического и в принципе не поддающегося измерению события — распада еврозоны. Как следствие, заявление председателя ЕЦБ и запуск новой программы, не вызывавший возражений у Германии, они восприняли в качестве сигнала о том, что руководство еврозоны не допустит ее краха. Поэтому программа ОМТ внесла решающий вклад в укрепление веры (возможно, напрасной) в будущее еврозоны, а снижение спредов обеспечило этой вере рациональные основания. Объявление о запуске программы позволило ЕЦБ разомкнуть заколдованный круг снижающегося доверия и превратить его в спираль растущего доверия.

И все же, несмотря на действительно резкое снижение спредов, их уровень оставался высоким (см. рис. 6 и 7).

32. Paul de Grauwe, 'Panic-driven Austerity in the Eurozone and its Implications', 21 February 2013, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-Eurozone-and-its-implications>. См. также de Grauwe, 'The Governance of a Fragile Eurozone', CEPS Working Documents, Economic Policy, 4 May 2011, <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-Eurozone>; Martin Wolf, 'Be Bold Mario, Put Out that Fire', *Financial Times*, 25 October 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/bd60ab78-fe6e-11e0-bac4-00144feabdco.html>.

Для стран, угодивших в дефляционную ловушку, даже эти спреды могут оказаться слишком тяжким бременем. Кроме того, долговой навес, высокие процентные ставки, уязвимость банковского сектора, выход из строя передаточных механизмов денежной политики, характерные для всех финансовых кризисов, неизбежно вызвали в пострадавших от кризиса странах еврозоны глубокую рецессию, сопровождавшуюся высокой безработицей. Далее, поскольку пострадавшие страны испытывали трудности с получением заемных средств и лишились доступа к финансированию со стороны центрального банка, они не могли прибегнуть к бюджетному либо монетарному стимулированию для борьбы с рецессией (а на деле скорее с глубокой депрессией), по крайней мере, без внешней помощи. А рассчитывать на нее в хоть сколько-то серьезных масштабах не приходилось. Помощь не предвиделась в том числе и потому, что Германия, пользовавшаяся поддержкой других стран-кредиторов и Европейской комиссии, считала жесточайшее давление тяжелых экономических обстоятельств необходимым условием для насущных структурных реформ и поэтому полагала внешнюю помощь контрпродуктивной. Правительство Германии считало, что путь провинившейся страны к правильному поведению в будущем лежит через бюджетное и экономическое самоистязание. Кроме того, правительства стран-кредиторов не горели желанием выпрашивать у своих парламентов еще больше денег на поддержку правительств других стран, которых электорат стран-кредиторов считал мотами, достойными всяческого презрения.

Но ухудшение экономических условий могло вызвать политический протест и, как следствие, очередной приступ финансовой лихорадки. Кризис еврозоны превратился в хроническую болезнь экономики, способную в любой момент дать рецидив. И тем не менее решимость правительств пострадавших от кризиса стран продолжать меры жесткой экономии оставалась непоколебимой. Поднялась волна уличных протестов. В каждой из сильно пострадавших от кризиса стран возмущенные избиратели добились ухода правительства, находившегося у власти в начале кризиса. Появились протестные движения и партии, такие как «Движение

пяти звезд» Джузеппе «Беппе» Грилло в Италии, неофашистская «Золотая заря» и леворадикальная СИРИЗА в Греции. Но ортодоксальные центристы, стоявшие у руля еврозоны, держали позиции. Как долго они продержатся, оставалось неясным.

Как понимать кризис

Что же привело к этой череде кризисов в еврозоне? Непосредственная причина была очень схожа с непосредственной причиной глобального кризиса 2007–2008 годов: «эффект стоп-крана» на рынках капитала, на этот раз затронувший не только отдельные финансовые институты, но и целые страны, хотя взаимозависимость финансовых институтов и стран была, как уже говорилось, очень тесной.

Кризис

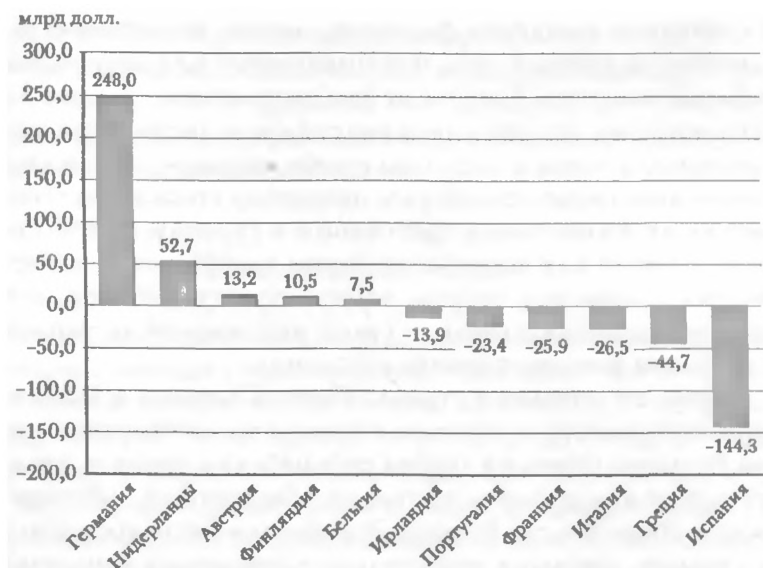
В статье, написанной для аналитического центра *Bruegel* в Брюсселе, Сильвия Мерлер и Жан Пизани-Ферри подробно воспроизвели историю событий. По их лаконичному замечанию «предполагалось, что общая валюта избавит от проблем, связанных с диспропорциями платежных балансов между странами еврозоны. Недавние события бросили вызов этому оптимистическому представлению»³³. В самом деле, единственный по-настоящему важный урок кризиса состоит в том, что даже в условиях валютного союза платежные балансы столь же важны, как и вне него. Учитывая, что внутри валютного союза корректировка валютных курсов невозможна, состояние платежных балансов оказывается даже более важным, чем для независимых стран, имеющих валюту с плавающим курсом и собственный центральный банк. Когда страна в составе валютного союза становится зависимой от больших нетто-притоков капитала, их внезапная остановка вызывает экономический кризис. Подобный кризис включает финансовый шок, вызванный

33. Silvia Merler and Jean Pisani-Ferry, 'Sudden Stops in the Euro Area', *Bruegel Policy Contribution Issue* 2012/06, March 2012, www.bruegel.org, p. 1.

остановкой внешнего финансирования, и глубокую рецессию, вызванную тем, что привычные для экономики объемы импорта больше нечем оплачивать. К тому же последствия кризиса распределяются очень неравномерно: для стран с внешним профицитом он составляет лишь некоторое неудобство, поскольку снижается стоимость их финансовых требований к странам с дефицитом; однако для экономики стран с дефицитом встает вопрос о жизни и смерти, настолько опустошительной для нее в краткосрочном периоде оказывается внезапная остановка внешнего финансирования.

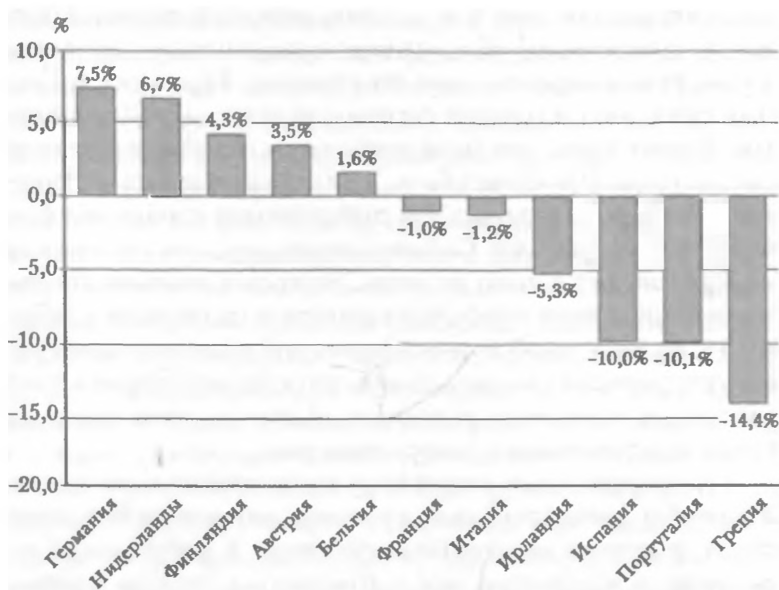
Итак, до кризиса в страны Южной Европы и Ирландию направлялись огромные потоки частного капитала, по большей части из других европейских стран и, главным образом, в форме долговых обязательств, в особенности обязательств банков. Эти потоки формировались в странах, имевших избыточные сбережения и низкий спрос на кредит на внутреннем рынке, а затем приходили в страны с высоким спросом на кредит, предлагавшие более высокую ставку доходности и, как тогда казалось, приемлемый уровень защищенности. Поразительно, но, как показывают рис. 6 и 7, в докризисный период спреды по суверенным облигациям практически равнялись нулю: таким образом, как ни странно, Германия и Греция считались в равной степени надежными заемщиками. Может быть, это была всего лишь ошибка в расчетах кредиторов. Но, может быть, сама принадлежность страны к зоне евро казалась им достаточной гарантией безопасности вложений. События показали, что это мнение не было лишено доли истины. Во время кризиса кредиторы банков почти избежали потерь и (по крайней мере, к началу 2014 года) только греческое правительство реструктуризировало свои долги, хотя на некоторое время рыночная стоимость долговых обязательств остальных стран действительно резко снизилась.

Трансграничных перетоков капитала вполне хватало, чтобы финансировать крупные дефициты текущего счета, а значит по определению вело к значительному разрыву между расходами и доходами в странах с дефицитом. Рис. 8 и 9 демонстрируют масштаб дефицитов и профицитов текущего счета в странах еврозоны перед кризисом как в абсолютном выражении, так и в процен-



**РИС. 8. Балансы текущего счета в странах еврозоны, 2007 год
(в млрд долл.)**

Источник: IMF World Economic Outlook Database.



**РИС. 9. Балансы текущего счета в странах еврозоны, 2007 год
(в % от ВВП)**

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

тах от ВВП (не показаны лишь несколько малых стран). Самое поразительное в этой картине — размер профицита текущего счета Германии, в абсолютном выражении самый большой в мире после Китая. Не меньше поражает размер дефицита текущего счета Испании, причем не только в абсолютном выражении, но и в процентах от ВВП. Португалия и Греция также имели большой дефицит в процентах от ВВП, ощутимым он был и у Ирландии. Это значит, что частный иностранный капитал, в первую очередь из стран — членов еврозоны, играл в финансировании расходов дефицитных стран громадную роль. (Почему сложилась такая ситуация, разобрано в главе 5.) Также из рис. 9 легко увидеть, что пострадавшие от кризиса страны — как раз те, которые имели перед кризисом огромный дефицит текущего счета в процентах от ВВП.

Сторонники евро, возможно, скажут, что еврозона как раз и была создана, чтобы сделать эти потоки возможными: в отсутствие валютных рисков следовало ожидать, что капитал потечет из стран с избыточными сбережениями в страны, где их не хватает. Но точно так же как риски финансовой системы оказались сосредоточены в руках тех, кто наименее всего был способен в них разобраться, сбережения оказались у тех, кто менее всего мог их применить. Единая валюта никак не могла предотвратить «эффекта стоп-крана» (подробнее о нем см. ниже), и финансовые ресурсы бросились наутек из стран с дефицитом, когда их поставщики — некоммерческие фонды, страховые компании, хедж-фонды, частные инвесторы и даже государственные агентства — в процессе глобальной переоценки рисков, начавшейся в 2007 году, осознали, какой большой просчет допустили.

Есть три способа объяснить эти огромные дисбалансы текущего счета, и между ними нет противоречия.

Во-первых, их можно объяснить движением частного капитала, ошибочно полагавшего, что ему удалось нащупать некую сферу с повышенной доходностью в динамично развивающейся экономике — например, в строительстве Испании. Увы, во многих случаях эта более высокая доходность оказалась не более чем иллюзией, вызванной ценовым пузырем на рынке активов.

Более того, к 2011 году несколько стран утратили контроль над своей внешней нетто-позицией, достигшей заоблачных размеров: в Португалии она составляла 103% ВВП, в Ирландии — 98% ВВП, в Испании — 92% ВВП, в Греции — 79% ВВП³⁴. Эти страны уже стояли на пороге бегства капитала, и оно ожидаемо состоялось в череде кризисов, рассмотренных выше.

Вторая точка зрения, с которой можно смотреть на дефициты и профициты текущего счета, — это превышение доходов над расходами (или сбережений над инвестициями) в стране с профицитом и обратная ситуация в стране с дефицитом. В этом и состоит простое определение дефицита или профицита текущего счета: это либо превышение расходов над доходами, либо доходов над расходами. Важное следствие состоит в том, что на уровне мировой экономики суммы дефицитов и профицитов всегда равны в абсолютном выражении и имеют разные знаки. Профицит предполагает дефицит, и наоборот. Поскольку эти величины взаимосвязаны, нельзя говорить, что страны с дефицитом несут всю ответственность, а страны с профицитом — полностью безвинны. Это наивный морализм.

Третья точка зрения предполагает, что профициты и дефициты — это признак укрепляющейся внешней конкурентоспособности в странах с профицитом и ослабевающей конкурентоспособности в странах с дефицитом. После введения евро реальные удельные издержки на оплату труда в странах с профицитом, в особенности в Германии, стагнировали, тогда как в странах с дефицитом они резко пошли вверх. Рост отчасти был вызван тем, что в сильных экономиках (особенно в Испании) выросли номинальные ставки заработной платы, а отчасти тем, что рынок труда в странах с дефицитом сохранял сравнительную негибкость и, соответственно, производительность труда была низкой (как в Греции, Италии, Португалии и Испании). Наиболее важная причина сравнительной негибкости рынка труда в странах Южной Европы — законодательные нормы, чрезвычайно затруднявшие увольнение работников с длительным

34. Zsolt Darvas, 'Intra-Euro Rebalancing is Inevitable, but Insufficient', Bruegel Policy Contribution Issue 2012/15, August 2012, www.bruegel.org, Table 1.

контрактом. Особенно сильно потеряли в конкурентоспособности Испания, Италия и Греция (см. рис. 10). С другой стороны, Ирландия не испытала снижения конкурентоспособности благодаря быстрому росту производительности в ориентированных на экспорт отраслях товаров и услуг. Ирландия имеет гибкий рынок труда и полагается на экспорт продукции расположенных на ее территории иностранных компаний, главным образом американских, у которых имеется доступ к новейшим технологиям. Кроме того, утрата конкурентоспособности неизбежно сопровождалась долгосрочными изменениями в структуре экономики: в странах с профицитом расширялись отрасли, ориентированные на экспорт товаров и услуг, в первую очередь обрабатывающая промышленность, как в Германии. В странах с внешним дефицитом происходило обратное: развивались предприятия, ориентированные на внутренний рынок, например, строительство и розничная торговля, как в Испании.

Чтобы эти несоответствия были устранены, должны произойти изменения по всем трем направлениям — болезненные изменения, каждое из которых займет свой

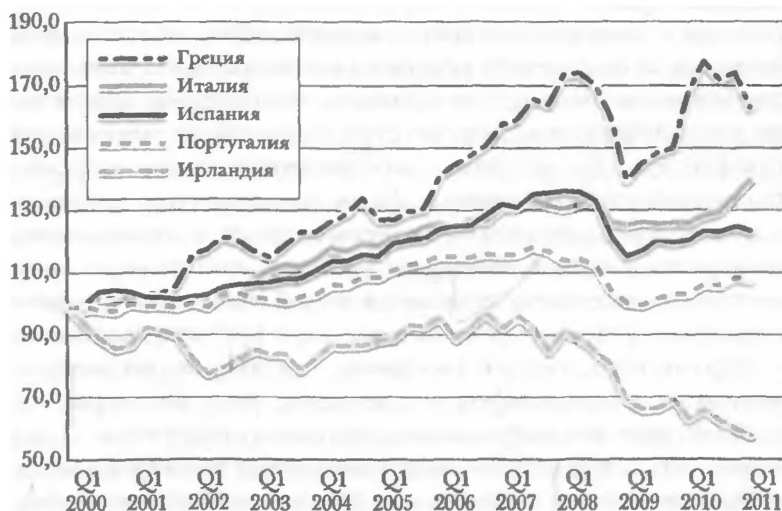


рис. 10. Уровень реальных издержек на оплату труда в процентах к Германии

Источник: OECD.

промежуток времени. Коррекция частных потоков капитала может быть почти мгновенной — и она в самом деле совершилась чуть ли не на следующий день после начала кризиса. Однако исправление дисбалансов между сбережениями и инвестициями и диспропорций в конкурентоспособности может занять десятилетие и больше. Поэтому страны не смогут выплатить свой огромный долг в течение короткого срока (а возможно, и по прошествии длительного времени), ведь для этого необходимо разом перескочить от дефицита текущего счета к его профициту. Для этого, как уже объяснялось, нужно переориентировать структуру экономики на производство большего объема экспортируемых товаров и услуг. Когда кредиторы хотят срочно вернуть назад свои деньги, а их возврат невозможен, должно произойти одно из трех: либо переоценка стоимости активов, либо дефолт, либо рефинансирование из новых источников. То, что произошло в странах, пострадавших от кризиса, по сути, было сочетанием трех сценариев.

Посткризисная коррекция

Посмотрим, как кризис перевернул эти неустойчивые диспропорции. Низкая инфляция во всех странах еврозоны и намерение стран с профицитом не допустить ее роста существенно осложнили коррекцию внешних дисбалансов. Кроме того, чтобы часть стран сократила свои дефициты, другие страны должны уменьшить профицит при условии, что внешний баланс еврозоны останется неизменным. Если же допустить, что внешний баланс растет, а это на самом деле и происходит, то адаптироваться, повышая расходы или снижая свой выпуск, должен весь остальной мир. Последний вариант решения проблемы означает экспорт кризиса еврозоны.

Кроме того, внутри еврозоны, где инфляция низкая, вступают в противоречие две цели: рост конкурентоспособности и контроль над долговой нагрузкой. Дело в том, что для заметного восстановления конкурентоспособности в таких странах, как Италия и Испания, необходимо снижение зарплат и цен. Однако если зарплаты и цены упадут, реальная долговая нагрузка вырастет. Относительно высокие процентные ставки как на частные,

так и на государственные заимствования, характерные для таких стран, еще больше усугубляют проблему долга. Это так называемая долговая дефляция — ситуация, когда должники вынуждены сберегать все большую долю своего дохода, чтобы выплатить долг, поскольку реальная стоимость последнего постоянно увеличивается. Чем больше стран будет стремиться восстановить конкурентоспособность и чем слабее будет их рост, тем жестче будет давить на них долговой пресс. Как подчеркивается в отчете МВФ за 2013 год, посвященном еврозоне, «непрекращающаяся фрагментация финансового рынка, неустойчивые балансы банков, низкий спрос и повсеместная неопределенность, наряду со структурными проблемами, — все это взаимно усиливает друг друга и способствует сокращению реальной деловой активности»³⁵. Не менее важно, что финансовый кризис лишает бизнес, от успехов которого и зависит экономический рост, кредитных средств, необходимых для финансирования инвестиций. Неудивительно, что темпы роста ослабленных кризисом экономик резко снизились, что еще более затруднило возврат долгов: ВВП Греции упал от докризисного пика к посткризисному дну на 23%, Ирландии — на 10%, Италии — на 9%, Португалии и Испании — на 8%. По всей видимости, в начале 2013 года экономики Ирландии, Португалии и Испании миновали низшую точку, однако вплоть до третьего квартала этого года ни в одной из них не намечалось сильного восстановления (больше всех отставала Испания). ВВП Италии в третьем квартале 2013 года продолжал падение, а ВВП Греции продолжал падать и в четвертом квартале (это последний квартал, за который в январе 2014 года имелись данные). Это был бег с Черной Королевой: пострадавшим странам приходилось бежать изо всех сил, только чтобы их долг оставался на месте.

Бежать изо всех сил придется также и для того, чтобы повысить свою конкурентоспособность, потому что страны с профицитом платежного баланса тоже не стоят на месте. Предприятия в таких странах, сталкиваясь с кризисным снижением спроса на свою продукцию, обычно снижают цены. Не стоит забывать, что в докри-

35. IMF, 'Euro Area Policies: 2013 Article IV Consultation', p. 8 и вставка 2.

зисный период они накопили существенные производственные мощности в экспортных отраслях. Они непосредственно заинтересованы в использовании этих мощностей, сокращая цены и поощряя спрос, пока их цены могут покрыть переменные издержки производства, то есть издержки на труд, сырье и материалы, необходимые для увеличения выпуска, а также любые дополнительные издержки на обслуживание предприятий и оборудования. Долгосрочные постоянные издержки не обязательно покрывать в среднесрочном периоде, поскольку эти затраты совершены в прошлом. В худшем случае сохранившим свое положение экспортерам придется поступиться частью ожидаемой прибыли или реструктуризировать долг. По большому счету страны с профицитом не хотят роста инфляции, который мог бы подтолкнуть вверх издержки и выровнять несоответствие в конкурентоспособности со странами, имеющими дефицит. Органы финансового и денежного регулирования могут, к примеру, использовать так называемую макропруденциальную политику (политику, направленную на достижение финансовой стабильности в экономике в целом), чтобы не допустить расширения кредита на внутреннем рынке. Если страны с профицитом действительно сумеют такими методами воспрепятствовать исправлению дисбалансов, то еврозоне ждет длительная депрессия в странах с дефицитом.

В долгосрочном периоде еврозоне все равно придется согласиться на такую перебалансировку, и к этой проблеме я вернусь в главах 5 и 9. Однако первый вид коррекции — уже не какая-то отдаленная перспектива; разрушение частных каналов перетока капитала сквозь внутренние границы еврозоны уже произошло. Этот процесс произошел очень быстро, путем серии резких торможений. Таких торможений было три: финансовый кризис 2008 года, когда «стоп-кран» нажали инвесторы, кредитовавшие Грецию и Ирландию; весна 2010 года, когда вслед за Грецией помощь попросили Ирландия и Португалия; и, наконец, вторая половина 2011 года, когда эффект «стоп-крана» достиг Испании и Португалию³⁶.

36. Merler and Pisani-Ferry, 'Sudden Stops in the Euro Area', рис. 4 и с. 7.

Представим себе, что еврозона была бы не валютным союзом, а соглашением о фиксированных валютных курсах — например, более жесткой формой существовавшего до евро Европейского механизма регулирования валютных курсов. В таком случае остановка потоков капитала жестко, но мгновенно устранила бы дефицит текущего счета. По сути дела, именно это и произошло в Болгарии, Литве и Латвии во время кризиса. В процессе такой корректировки произошло бы обрушение внутреннего финансового сектора, цен на активы, а также расходов, и экономика впала бы в депрессию. Пострадал бы и бюджет государства. Без внешних займов правительству пришлось бы сократить расходы и повысить налоги, что еще больше ослабило бы экономику.

Если при этом, несмотря на депрессию, органы бюджетного и денежного регулирования не захотели бы отказаться от валютной привязки, процесс корректировки осуществился бы путем снижения зарплат и цен (этот механизм в еврозоне называется «внутренней девальвацией»), эмиграции рабочей силы и списания плохих долгов несостоятельных банков, компаний нефинансового сектора, домохозяйств и, быть может, правительства. С течением времени конкурентоспособность восстановилась бы, долг был бы реструктурирован, и экономика бы оживилась. Такой механизм был характерен для XIX века. В последнее время он сработал в нескольких небольших открытых экономиках, таких как Гонконг после азиатского кризиса и страны Балтии после кризиса 2007 года. По сути, это старый механизм золотого стандарта.

Если бы власти решили отказаться от валютной привязки, процесс корректировки сопровождался бы номинальным обесценением валюты. Это позволило бы избежать долговой дефляции и сокращения зарплат и цен. Скорее всего, хотя точно утверждать нельзя, корректировка произошла бы быстрее и менее болезненно, без массовых банкротств. Конечно, пертурбаций экономики не удалось бы избежать, но они бы не превратились в землетрясение континентальных масштабов. В условиях гибкой валютной привязки с окончанием корректировки жизнь наладилась бы снова. Так было во время кризисов внутри ERM. Такой сцена-

рий разыгрался после девальвации фунта стерлингов в 1949 и 1967 годах и еще раз — после отсоединения фунта от ЕRM в 1992 году.

Рассмотрим систему, лежащую на противоположном полюсе, когда денежный союз — часть современного федеративного государства, такого как США. В таком случае на всей территории союза действует одна банковская система, федеральное правительство финансирует существенную часть своих расходов напрямую. Работники беспрепятственно перемещаются по территории федерации. В таком случае даже крах крупного жилищного пузыря в каком-то одном регионе, скажем, во Флориде, не может обвалить местную банковскую систему, потому что на ее страже стоит федеральное правительство. Тот, кто кредитует Флориду, не несет валютного риска, потому что возможность выхода Флориды из зоны доллара исключена. США прошли в своей истории через кровавую гражданскую войну, которая должна была ясно показать, что такой выход недопустим. По этой же причине капитал не утекает из Флориды. Для расположенных там жизнеспособных компаний кредит по-прежнему доступен. Да, правительство штата может резко сократить расходы. Однако федеральные расходы не изменятся. Благодаря постоянному потоку кредита, поддержке банковской системы, снижению федеральных налогов и повышению федеральных расходов на территории Флориды штат может поддерживать экономическую активность и покрывать дефицит текущего счета, и никому не приходит в голову его отслеживать. Постепенно люди уезжают из штата, зарплаты падают, возникают новые сферы деятельности. Кризис довольно болезненный, но он не растянется на целую эпоху.

Европейский денежный союз находится между этими двумя крайностями: на самом деле он сочетает худшие черты обеих систем. Его члены не настолько самостоятельны, как независимые государства с собственным фиксированным курсом, хотя уровень доверия к многостороннему валютному соглашению выше, чем к одностороннему обещанию удерживать обменный курс. Но в то же время члены союза не имеют тех преимуществ автоматического разделения рисков, которые дает современное федеративное государство, поскольку ва-

лютный союз менее надежен, чем единая валюта в рамках федерации.

Вместе с тем у валютного союза есть одно из работоспособных федеративных учреждений — центральный банк. ЕЦБ смог с механической быстротой и эффективностью среагировать на внезапную остановку в движении капитала: когда кредиторы стали изымать трансграничный капитал и цены на активы упали, банки в проблемных странах столкнулись с ухудшением балансов и нехваткой средств. Стремясь предотвратить цепочку банкротств, их национальные центральные банки с согласия ЕЦБ выступили в роли кредиторов последней инстанции. Эти национальные центральные банки создали дополнительные деньги центрального банка (в балансе центрального банка они отражаются как обязательства) и одолжили их неблагополучным банкам под залог разнообразных бумаг (чаще всего сомнительного качества, хотя и с дисконтом), например, облигаций их собственных правительств. Получив эти средства, коммерческие банки, в свою очередь, могли возобновить кредитование своих клиентов. Косвенным образом эти операции позволяли финансировать дисбалансы текущих счетов внутри еврозоны и впоследствии привели к возникновению дисбалансов клиринговой системы TARGET-2, объединяющей банки Европейской системы центральных банков, то есть ЕЦБ и национальные центральные банки.

По определению, страны с отрицательным сальдо по клиринговым счетам — это страны с постоянным превышением расходов над доходами (иначе говоря, страны с дефицитом текущего счета). После кризиса они испытали существенный отток капитала, принадлежавшего как резидентам, так и не резидентам. Дисбалансы по клиринговым счетам возникли между, с одной стороны, банками Греции, Португалии, Ирландии, Испании и Италии, а с другой — банками Германии, Нидерландов и остальных стран с профицитом текущего счета.

Клиринг этих дисбалансов между банками осуществляется посредством перемещения средств от одного центрального банка к другому. Клиринговые сделки отражаются внутри системы TARGET-2 — межбанковской платежной системы, которой владеет и управляет «Ев-

росистема», орган денежного регулирования еврозоны, состоящий из ЕЦБ и центральных банков стран-членов³⁷. В результате центральные банки стран с внешним дефицитом накапливают значительный объем чистых требований, а центральные банки стран с внешним дефицитом — столь же значительный объем чистых обязательств³⁸. В августе 2012 года положительное сальдо по клиринговым счетам немецкого Бундесбанка составляло 751 млрд евро, а центрального банка Нидерландов — 125 млрд евро, что в сумме равнялось 876 млрд евро. В том же месяце совокупные чистые обязательства центральных банков Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании составили 891 млрд евро (из которых 429 млрд приходилось на Испанию и 289 млрд евро — на Италию). Однако к ноябрю 2013 года благодаря программе ОМТ, укрепившей доверие на рынках, положительные сальдо Бундесбанка и центрального банка Нидерландов снизились до 545 млрд евро и 59 млрд евро соответственно, в то время как отрицательное сальдо пяти проблемных стран в сумме снизилось до 595 млрд евро (254 млрд евро у Испании, 216 млрд евро у Италии)³⁹.

Таким образом, выпуская новые евро, центральные банки стран с дефицитом помогали финансировать отрицательное сальдо по платежам своих стран. Это позволило данным странам снизить дефицит текущего счета (хотя и не сразу, а в течение нескольких лет), несмотря на обвал частного финансирования (см. рис. 11). Так выглядел механизм, с помощью которого Европейская система центральных банков смягчала удар. Снабжая средствами банки, она также позволяла финансировать диспропорции в расчетах. В среднесрочной

37. Аббревиатура TARGET расшифровывается как «Трансевропейская автоматизированная система валовых расчетов в режиме реального времени».

38. Ганс-Вернер Зинн из мюнхенского исследовательского объединения CESifo первым обратил внимание на последствия дисбалансов внутри системы TARGET-2. См. Hans-Werner Sinn and Timo Wollmershaeuser, 'Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility', National Bureau of Economic Research Working Paper 17626, November 2011, www.nber.org.

39. Данные были подготовлены в рамках надзора МВФ за исполнением странами еврозоны Статьи IV Хартии МВФ (статей соглашения Международного валютного фонда).

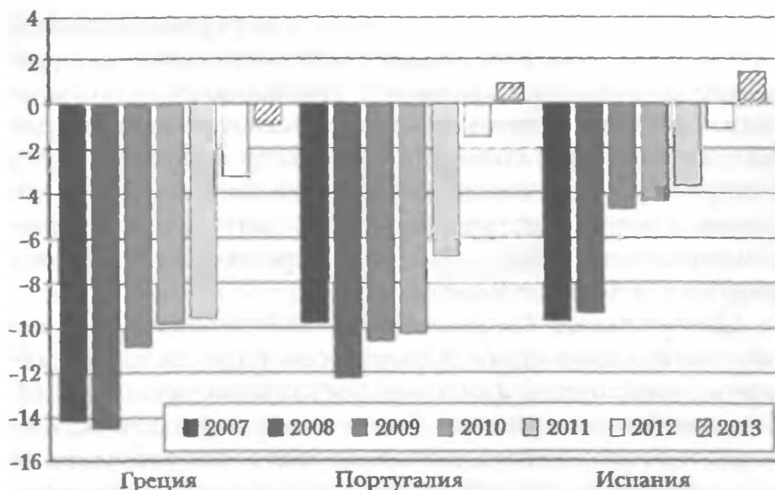


РИС. 11. Балансы текущего счета в еврозоне (в % от ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

перспективе механизм этот был не слишком эффективен, поскольку финансировал внешние и бюджетные дефициты лишь косвенным образом. Но он более или менее действовал.

Тем не менее еще в 1998 году Питер Гэрбер из *Deutsche Bank*, словно предвидя нынешнюю ситуацию, предупреждал, что центральный банк страны с внешним профицитом едва ли станет безгранично кредитовать национальные банки слабых стран через систему *TARGET*, не в последнюю очередь потому, что при гипотетическом распаде еврозоны он потерпит большие убытки. Стремление избежать убытков может даже ускорить распад, поскольку вынудит остановить подачу кредита центральным банкам слабых стран. Теоретически страны еврозоны должны разделить эти убытки пропорционально своей доле в капитале ЕЦБ. На практике маловероятно, что страны с дефицитом возместят свою долю убытков, особенно если они будут убеждены, что распад еврозоны — не их вина. Гэрбер заключил: «До тех пор пока сохраняются сомнения в устойчивости обменных курсов в рамках третьего уровня Европейской валютной системы [то есть валютного союза], структуры ЕЦБ и *TARGET* в их предлагаемом ныне виде не смогут

обеспечить дополнительную защиту от угрозы валютной атаки. Напротив, они создают идеальную среду для разрушительной атаки на союз»⁴⁰. Такой атакой может оказаться набег на банки в какой-то из незащищенных стран или же действия, способные привести к такому набегу (например, короткие продажи акций банков). Таким образом, накопление громадных положительных или отрицательных кредитных позиций на счетах ЕЦБ может разрушить доверие к системе.

Центральные банки своими действиями облегчили участь своих стран. Однако они едва ли могли помочь разрешить проблему государственного долга. Прямое финансирование бюджетного дефицита исключено учредительными соглашениями о валютном союзе из-за опасений, что это верный путь к гиперинфляции; в первую очередь этого опасается Германия, пережившая подобную гиперинфляцию в 1923 году. Как следствие, в период 2008–2012 годов государственные облигации стран с дефицитом резко подешевели, а стран с профицитом — подорожали (см. рис. 6 и 7). В условиях, когда иностранные инвесторы все больше опасались нехватки ликвидности, банкротства или даже распада еврозоны, правительства пострадавших стран попадали во все большую зависимость от своих внутренних банков, которые, в свою очередь, сильно зависели от национальных центральных банков. В конечном счете ЕЦБ перешел к непрямому финансированию национальных правительств.

Это, в свою очередь, усугубляло доступ к кредиту частного сектора в странах с дефицитом — небольшие частные предприятия там были практически отрезаны от банковских средств. В июле 2012 года МВФ отмечал: «Несмотря на низкий уровень учетной ставки, кредитные условия между странами евро сильно разнятся. В первую очередь потому, что очень расходятся оценки рисков по банковским и государственным долгам, а также из-за глубокого обвала межбанковских операций (бан-

40. Цит. по Merler and Pisani-Ferry, 'Sudden Stops in the Euro Area', p. 3. См. Peter M. Garber, 'Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis', National Bureau of Economic Research Working Paper 6619, June 1998, www.nber.org, в особенности с. 19.

ки сокращают трансграничное финансирование, создают подушку безопасности из ликвидности и капитала, пользуясь отведенными законом средствами, и накапливают депозиты «овернайт» на счетах ЕЦБ). Как следствие, доступ к финансированию сейчас наиболее затруднен в тех странах, где кризис нанес наибольший урон»⁴¹. В 2013 году МВФ указывал на те же проблемы, хотя после введения ОМТ они несколько смягчились⁴².

Объясняется это расхождение в денежно-кредитных условиях тем, что валютный союз, в отличие от федеративного государства, не является банковским союзом. Каждая страна сама отвечает за свои банки: там, где правительство в принципе не готово допустить банкротство банков, банки не отличаются по своей кредитоспособности от поддерживающих их правительств, которые продают им свои облигации. Углубление различий в уровне суверенной кредитоспособности стран закономерно привело к фрагментации банковской системы. Поэтому, как только трансграничное движение капитала остановилось, члены валютного союза оказались в очень разных бюджетных условиях и риски распада союза начали расти. Кроме того, еврозона перестала быть пространством с едиными денежно-кредитными условиями, чего следовало бы ожидать от валютного союза: как отмечает МВФ, стоимость кредита для малого бизнеса в Италии, Испании и Португалии стала гораздо выше, чем в Германии⁴³.

Вместе с тем еврозона оказывала финансовую помощь правительствам, лишившимся возможности занимать на открытом рынке; сначала посредством временных программ — «Европейского механизма финансовой стабильности» (EFSM) и «Европейского фонда финансовой стабильности» (EFSF), а затем с помощью новой постоянной программы — «Европейского стабилизационного механизма» (ESM), вступившей в силу в октябре 2012 года. Решение о создании EFSF было принято 9 мая 2010 года, одновременно с решением о принятии программы помощи Греции⁴⁴. Механизм включал кре-

41. IMF, 'Euro Area Policies 2012', p. 4–5.

42. IMF, 'Euro Area Policies 2013', p. 8–12.

43. Ibid., p. 5.

44. 'About EFSF', <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>.

дит на сумму в 440 млрд евро, которые предстояло занять на рынке, но под гарантии правительств. Программа EFSM предполагала дополнительные 60 млрд евро, которые Европейская комиссия имела право переодолжить национальным правительствам⁴⁵. Программа ESM заменила EFSF и EFSM. Ее ресурс кредитования составляет 500 млрд евро⁴⁶.

Этой суммы явно недостаточно, чтобы обеспечить должный спрос на облигации крупной страны, такой как Италия, если рынки прекратят ее финансировать. По этой причине звучали предложения выдать программе ESM банковскую лицензию, чтобы она могла, как и любой банк, занимать у ЕЦБ. Эту идею отринули как слишком опасную: при кредитном рычаге 20:1 (типичном для банков) ESM мог бы выдать кредитов на 10 трлн евро, став крупнейшим банком в мире. Вместо этого, как говорилось выше, ЕЦБ согласился принять программу прямых монетарных операций, согласно которой он мог предоставлять на приемлемых условиях «неограниченную», но «условную» помощь правительствам, сталкивающимся с запретительными ставками при заимствовании на открытых рынках. Программа была рассчитана на то, чтобы несколько нормализовать денежную сферу в странах, пострадавших от кризиса, и тем вернуть эффективность денежной политике ЕЦБ. ЕЦБ — это единственный институт, чьи ресурсы позволяют погасить панику на рынках суверенного долга таких крупных стран, как Италия. Если бы такая паника разгорелась, ЕЦБ пришлось бы на самом деле запускать программу ОМТ. Но пока неясно, смог бы он это сделать. У ЕЦБ есть ресурсы. Но не факт, что ЕЦБ разрешили бы бросить их все на решение проблемы или что программа ОМТ оказалась бы эффективным решением, учитывая ее внутренние противоречия.

К тому же страны еврозоны, подготавливая программу для Греции, уже согласились — и поступили мудро — привлечь ресурсы МВФ, а следовательно, и принять его требования к планам помощи. Участие МВФ

45. 'European Financial Stabilisation Mechanism', http://ec.europa.eu/economy_finance/cu_borrower/efsm/index_en.htm.

46. См. European Stability Mechanism, <http://www.esm.europa.eu>.

к тому же подталкивало страны еврозоны изыскивать собственные дополнительные ресурсы, что им вполне удалось⁴⁷. Однако основной вклад МВФ заключался не в финансировании, а в формальной, а следовательно, и политической стороне вопроса. В непредвзятость МВФ поверить легче, чем в непредвзятость Европейской комиссии. Твердость ЕЦБ в вопросе об участии МВФ объясняется тем, что он не доверяет Еврокомиссии, обоснованно рассматривая ее скорее как политический институт, находящийся под влиянием национальных правительств, нежели технократическую организацию, которая была бы в силах навязать им свое мнение. Правительство Германии придерживается того же взгляда на Еврокомиссию. В то же время участие МВФ вызвало немало споров, поскольку некоторые эксперты, особенно выражающие интересы стран с развивающимися рынками, считают его репутацию запятнанной. Собственная оценка фондом греческой программы 2010 года, выпущенная постфактум, содержала справедливую критику этого плана, никогда не вселявшего доверия⁴⁸. Но тот факт, что МВФ принял в ней участие, еще раз подтверждает статус еврозоны как валютного соглашения между группой правительств, а отнюдь не федеративного союза.

47. «Большая двадцатка» в апреле 2009 года одобрила увеличение заемных ресурсов МВФ (помимо обязательных квот стран-участников) на 500 млрд долл., что соответствовало трехкратному росту по сравнению с 250 млрд долл. заемных средств, которыми располагал фонд перед кризисом. В апреле 2010 года исполнительный совет фонда, в соответствии со своими полномочиями, принял расширенные и более гибкие «Новые механизмы заимствования» (*New Arrangements to Borrow, NAB*), после чего его заемные ресурсы выросли до 367,5 млрд СДР (примерно 560 млрд долл.; СДР — специальные права заимствования). В декабре 2011 года страны еврозоны договорились увеличить финансирование фонда на 150 млрд евро (примерно 200 млрд долл.). Четырнадцатый по счету «Общий пересмотр квот», согласованный в декабре 2010 года, удвоит постоянные средства МВФ, после чего они составят 476,8 млрд СДР (примерно 737 млрд долл.). Фонд НАВ будет уменьшен до 182 млрд СДР после того, как страны оплатят свои новые квоты. Кроме того, в 2009 году члены фонда договорились об общем распределении СДР, которое увеличило объем СДР почти в десять раз, до 250 млрд в долларовом эквиваленте. См.: International Monetary Fund, 'IMF's Response to the Global Economic Crisis', 19 September 2013, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm>.

48. International Monetary Fund, 'Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-by Arrangement', 20 May 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>.

Если резюмировать, у еврозоны есть один сильный институт, центральный банк, но ее банковская отрасль во многом остается национальной, а трансграничная бюджетная помощь ограничена и вызывает большое недовольство в странах-кредиторах. Рынки труда во многих странах еврозоны крайне негибки. К тому же общий рынок труда сегментирован национальными границами под действием различий в языке, культуре, праве, социальных институтах и системах социального обеспечения (например, пенсионных систем). Эта структура оказалась неспособной справиться с кризисом без сбоев. Ответные действия стран еврозоны были подобны попытке прямо в воздухе улучшить конструкцию падающего самолета.

Выяснилось, что частные экономические агенты — инвесторы, банкиры, главы корпораций, даже простые люди — ни за что не хотят верить в окончательность и бесповоротность евро, главным образом, потому, что взаимопомощь стран еврозоны неизбежно ограничена риском внутренней политической оппозиции. Ведь разговоры о возможном выходе из зоны евро того или иного государства шли даже на самом высоком уровне. Так, 11 сентября 2011 года Марк Рутте и Ян Кис де Ягер, премьер-министр и министр финансов Нидерландов, написали статью для *Financial Times*, где заявили: «Не исключено, что в будущем к странам будет применено самое суровое наказание — принуждение к выходу из зоны евро»⁴⁹. Это заявление имело гипотетический характер. Однако если бы некую страну действительно заставили или, по крайней мере, подтолкнули к выходу, это нанесло бы сокрушительный удар по доверию к евро. Расплачиваться пришлось бы не только выходящей из еврозоны стране. Последствия выхода затронули бы другие страны, да и всю систему в целом. Можно не сомневаться, что это привело бы к утечке капитала из проблемных стран и, весьма вероятно, запустило бы там разрушительный финансовый и экономический кризис. В сущности, летом 2012 года именно осознание этой угрозы убедило немецкое правительство в том, что-

49. Mark Rutte and Jan Kees de Jager, 'Expulsion from the Eurozone Has to Be the Final Penalty', *Financial Times*, 8 September 2011.

бы сделать все возможное для предотвращения выхода Греции из еврозоны⁵⁰.

Вполне понятно нежелание стран-кредиторов оказаться связанными одной цепью со странами, которых они считали расточительными заемщиками. Но они также отлично понимали, что с ростом вероятности распада еврозоны возникает угроза всеобщего хаоса. Ведь тогда еврозону нельзя было бы считать непреложным валютным союзом. Если союз больше не рассматривается как непреложный, исчезают важнейшие его преимущества: готовность к долгосрочным инвестициям как в страны с дефицитом, так и в страны с профицитом снижается, поскольку будущее окутывает неизвестность; пропадает готовность одалживать средства финансовым институтам уязвимых стран с дефицитным балансом, а при наихудшем развитии событий — начинается бегство капиталов; финансовые рынки сегментируются; утрачивается готовность одалживать деньги правительствам уязвимых стран, и им приходится занимать под существенно более высокие проценты.

Реализация всех этих рисков снизила бы шансы успешной корректировки внутри еврозоны и увеличила бы шансы ее распада. Чем выше вероятность выхода отдельных стран, тем более серьезные обязательства необходимы для компенсации центробежных стремлений. Однако безусловная уверенность, что система останется единой, какое бы мощное давление она ни испытывала, просто не выдерживает критики. Желание потратить на поддержание единства многое, но не все — это постоянная угроза нового кризиса. Именно эта опасность угрожает еврозоне. В главе 9 мы посмотрим, сможет ли она побороть эту угрозу.

Как не надо понимать кризис

В предыдущем разделе представлена картина кризиса, вызванного нарастанием дисбалансов текущих счетов ме-

50. О выходе Греции из состава еврозоны или так называемом грексите (англ. *Grexite*, от *Greece* — «Греция» и *exit* — «выход») см. http://en.wikipedia.org/wiki/Greece_withdrawal_from_the_Eurozone.

жду странами еврозоны и последовавшей за ним резкой остановкой трансграничных потоков частного финансирования, которое и привело к появлению этого дисбаланса. Центральный банк отреагировал на кризис частного финансирования, однако сделал недостаточно, чтобы вернуть порядок в денежно-кредитную сферу и процесс финансирования правительств еврозоны; также центральный банк не имел возможности заставить отдельные страны провести необходимые внутренние корректировки. Столь жесткие нагрузки на валютный союз во многом обусловлены его половинчатостью и несовершенством. Неясно даже, выживет ли он. Но чем меньше вера в его устойчивость, тем сильнее давление и тем выше шансы распада. Это настоящий заколдованный круг.

Одна из причин, почему распад все еще вероятен, заключается в том, что отнюдь не все видят картину приведших к кризису событий так, как она изложена выше. В нашем изложении предполагается, что обе стороны — и кредиторы, и заемщики — допустили огромную ошибку, что большие дисбалансы текущего счета порождают нестабильность, особенно если союз несовершенен и не обладает достаточными страховыми механизмами, что дополнительное регулирование применительно к посткризисным условиям должны вводить не только страны с дефицитом, но и страны с профицитом. Существует, однако, альтернативный взгляд, сформулированный в открывающей главу цитате из статьи Вольфганга Шойбле, министра финансов Германии: кризис — это результат расточительной бюджетной политики; кризис спровоцировали страны, проводившие такую политику; выходом являются меры жесткой экономии и решительное ужесточение правил бюджетной политики в будущем. Влиятельность этой точки зрения трудно переоценить, ведь страна, которая ее озвучивает, контролирует распределение финансовых ресурсов. Влиятельность такой позиции усилилась после кризиса в Греции в 2010 году, который заставил испуганных политиков (даже в странах за пределами еврозоны) поверить — или хотя бы сказать вслух, что они поверили, — будто лишь божья милость спасла их от краха. В результате сдвиг в сторону жесткой экономии произошел не только внутри еврозоны, но и за ее пределами.

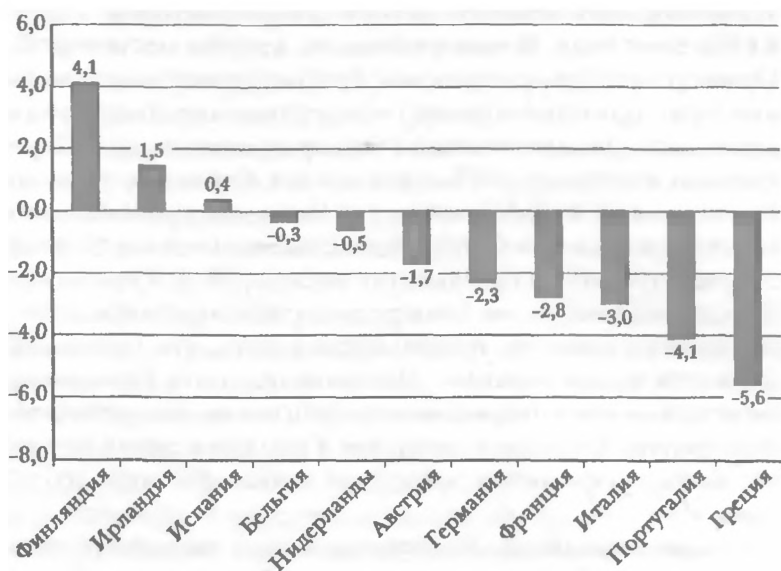


РИС. 12. Сальдо государственного бюджета, среднее значение за 2000–2007 годы (в % от ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

Эта позиция не просто ошибочна — она опасна. То, что ее придерживается сильнейшая экономика еврозоны, — пугающий факт. Как показывает рис. 12, страны, испытывающие сегодня значительные трудности, очень по-разному проводили бюджетную политику перед кризисом: в Греции средний уровень бюджетного дефицита был чрезвычайно высоким, в Португалии — сравнительно высоким, хотя и не намного выше предельного уровня в 3% ВВП, установленного Маастрихтским соглашением. Однако уже в Италии средний уровень бюджетного дефицита лишь немногим превышал показатель Франции и Германии, тогда как в Ирландии и Испании индикаторы бюджетной политики были достойны всяческих похвал. Таким образом, в отличие от данных о сальдо текущего счета (см. рис. 8 и 9 выше), средний уровень бюджетного дефицита в 2000–2007 годах не позволяет предсказать наступление кризиса в стране.

То же самое можно сказать и о таком показателе, как отношение чистого государственного долга к ВВП.

У Греции этот показатель был самым высоким — 105% ВВП в 2007 году. Италия стояла на втором месте — 87%. Пример этих двух стран как будто подтверждает мнение, что причина кризиса — неграмотная бюджетная политика. Однако чистый государственный долг Португалии составлял 64% ВВП и был близок к уровню Франции в 60%. В Ирландии и Испании уровень государственного долга был особенно низким — 11 и 22% ВВП соответственно, что намного ниже 50% в Германии. На самом деле, если смотреть только на бюджетную статистику, было бы трудно предсказать, что Германия окажется тихой гаванью. Ни уровень долга Германии, ни ее статистика бюджетного дефицита не были особенно хороши. Разница в том, что Германия располагала внешним профицитом. «Все дело в текущем счете, дурачина!»⁵¹

Старательный исследователь может возразить, что в тот момент бюджетное положение Ирландии и Испании действительно казалось очень устойчивым. Но это был обман зрения. В действительности они имели довольно большой структурный дефицит, так как в это время переживали недолговечный бум активов. С учетом этого обстоятельства им следовало бы иметь гораздо более профицитные бюджеты. Звучит убедительно и до банальности правильно. Однако такой ход мысли может привести к серьезным ошибкам, по меньшей мере по двум направлениям.

Во-первых, никто не знает, что собой представляет тот самый «структурный», или очищенный от цикличности, баланс бюджета. Более того, параметры структурного бюджета наименее очевидны именно тогда, когда это знание пригодилось бы больше всего — в фазе экономического подъема. Свидетельств в подтверждение этого тезиса предостаточно. Примером могут служить действия самого МВФ. В апреле 2012 года фонд кардинальным образом пересмотрел оценку среднего структурного сальдо бюджета Ирландии и Испании за период 2000–2007 годов, которую он же дал в апреле 2008 года.

51. Автор перефразирует предвыборный слоган Билла Клинтона во время президентской предвыборной кампании 1992 года «Все дело в экономике, дурачина!» (англ. *It's the economy, stupid!*). — *Примеч. пер.*

Столь существенный пересмотр объясняется тем, что последующие события, то есть кризисы, заставили фонд переосмыслить прежнюю оценку структурного положения экономики. Нужно подчеркнуть, что в обоих случаях речь не шла о прогнозах. Речь шла об оценках того, что случилось в прошлом. К сожалению, в апреле 2008 года почти никто из экономистов не осознавал, насколько решительно последующие события изменят представления о недавнем прошлом.

В 2008 году МВФ утверждал, что за финансовое здоровье Ирландии, имевшей в 2000–2007 годах среднегодовой структурный профицит бюджета на уровне 1,3%, можно не опасаться. Следует подчеркнуть, что эта оценка уже учитывала факт мощного бума, испытываемого Ирландией. Испания, по оценке МВФ, в 2000–2007 годах успешно поддерживала среднегодовой структурный профицит в размере 0,5%. Иными словами, фонд считал, что бюджет обеих стран демонстрировал устойчивость, достигнутую благодаря длительному периоду жесткой бюджетной политики. Спустя четыре года МВФ поменял свое мнение: теперь он считал, что в течение 2000–2007 годов среднегодовое структурное сальдо бюджета Ирландии было на четыре процентных пункта ниже оценки от апреля 2008 года, то есть что в тот период структурный бюджетный дефицит Ирландии составлял 2,7% ВВП. С оценками Испании случилось примерно то же, хотя и в меньшей степени: разница между оценками среднего структурного дефицита бюджета 2000–2007 годов в апреле 2008 и в апреле 2012 года составила 1,7% ВВП; отмечавшийся ранее профицит превратился в структурный дефицит в 1,2% ВВП. Тоже весьма заметная разница.

Учитывая опыт столь значительных ретроспективных пересмотров, крайне маловероятно, что достоверная оценка структурного сальдо бюджета в реальном времени, особенно на фоне кредитного бума, — это выполнимая задача. Во многом поэтому новое бюджетное соглашение еврозоны, вступившее в силу в январе 2013 года, скорее всего, окажется неработоспособным — оно основано на оценках структурных дефицитов бюджета, а достаточно вспомнить, что и Ирландия, и Испания перед кризисом рассматривались как страны со структурным

профицитом. Так что новые правила не смогли бы предотвратить кризис в этих странах⁵².

Во-вторых, чтобы обезопасить себя от грозящей катастрофы, Ирландии и Испании пришлось бы обеспечить почти невообразимо высокий уровень бюджетного профицита и столь же невообразимо низкий уровень долга. Предположим, к примеру, что они задались бы целью ужесточить бюджетную политику настолько, чтобы, с учетом известных сегодня данных, удерживать уровень долга ниже предельной отметки Маастрихтского соглашения в 60% ВВП как минимум до 2013 года. Согласно прогнозам, валовой уровень долга Ирландии в процентах от ВВП вырастет по итогам 2007–2013 годов на 98%. В Испании он увеличится на 57% ВВП (см. рис. 13). Среди главных причин огромного роста государственно-го долга первая — это рецессия, превзошедшая по своей глубине все ожидания. А вторая причина, специфическая для Ирландии, — это решение властей спасти всех без исключения кредиторов ирландских банков, которое дорого обошлось бюджету. Чтобы уровень долга в Ирландии не пробил потолок в 60% ВВП, установленный Маастрихтским соглашением, в 2007 году он, при прочих равных, должен был бы равняться минус 38% ВВП вместо фактических 25%. Испании, чтобы не перейти

52. Европейский фискальный пакт (Договор о стабильности, сотрудничестве и управлении в экономическом и валютном союзе) — это межправительственное соглашение, ужесточившее условие более раннего Пакта стабильности и роста. Договор был подписан 2 марта 2012 года всеми странами — членами ЕС, кроме Чехии и Великобритании. Он вступил в силу 1 января 2013 года. Страны-подписанты обязались принять на национальном уровне соответствующий закон по внедрению условий договора, в том числе создать автоматический механизм устранения отклонений от нормативных финансовых показателей. Надзор должна взять на себя независимая финансовая комиссия.

Согласно Договору бюджет считается сбалансированным, если его дефицит, как и в Маастрихтском соглашении, не превышает 3% ВВП и если его структурный дефицит не превышает 1% ВВП при условии, что отношение долга к ВВП значительно ниже 60%. В противном случае структурный дефицит должен быть ниже 0,5% от ВВП. Кроме того, Договор содержит норму о «долговом тормозе», полностью повторяющую норму Пакта стабильности и роста. Она определяет темпы снижения долга в случае его превышения уровня в 60% ВВП.

См.: 'European Fiscal Compact', http://en.wikipedia.org/wiki/European_Fiscal_Compact, and 'Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union', http://european-council.europa.eu/media/639235/sto0tscg26_en12.pdf.

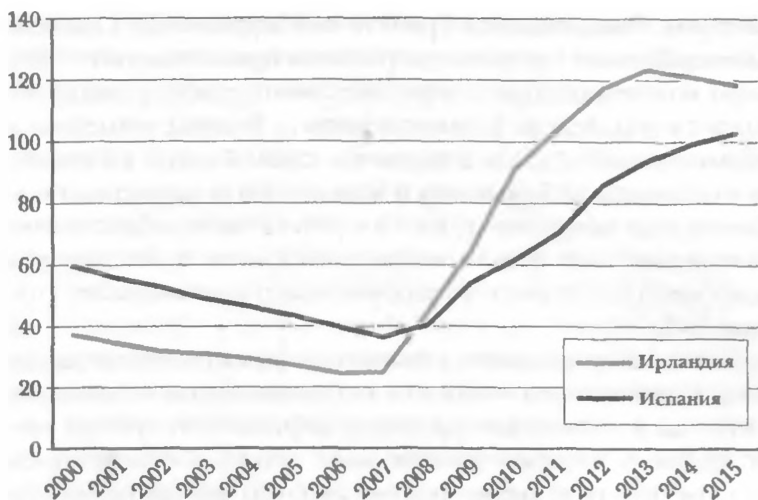


РИС. 13. Отношение валового государственного долга к ВВП (в %)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

верхнюю границу, требовалось удерживать отношение валового долга к ВВП в 2007 году на уровне 3% ВВП вместо фактических 36%. Такого результата можно было бы добиться, если бы ирландское правительство выплатило все долги и начало накапливать активы. Для этого ежегодный профицит бюджета Ирландии в 2000–2007 годах должен был бы в среднем превышать фактический уровень профицита на 8% ВВП ежегодно. Профицит бюджета Испании должен был быть выше фактического на 4% в год. Разумеется, эта цифра наверняка несколько завышена, поскольку при более жесткой бюджетной политике как докризисный подъем, так и посткризисный спад были бы слабее. Но содержательный вывод остается прежним.

Конечно, ужесточение бюджетной политики принесло бы некоторое облегчение. Однако меры экономии бюджета, необходимые для защиты экономики от последствий бума и спада таких масштабов, какие довелось испытать Ирландии и Испании, едва ли удалось бы реализовать; также маловероятно, что удалось бы убедить избирателей в их оправданности (ведь кризис еще не начался). Поэтому разумней не списывать всю вину на бюджетную политику, а вспомнить об ответственности кре-

диторов. Выдающийся британский журналист XIX века Уолтер Бэджот превосходно описал происходящее: «Настает известная пора, и у множества недалеких людей заводится множество шальных денег... В такие моменты... суммы эти, или, как мы зовем их, слепой капитал нации, разрастаются неимоверно и жаждут быть израсходованными; они ищут того, кто их уничтожит, и наступает „изобилие“; вот кто-то соблазнился ими, и начинается „спекуляция“; и вот они уничтожены, и вспыхивает „паника“»⁵³.

Как я отмечал выше, страны с дефицитом объединяет одна главная черта — они могли финансировать большие, а иногда и гигантские размеры дефицита текущего счета по очень низким процентным ставкам. Выяснилось, что нет большой разницы, кто именно осуществляет заимствования — только финансовый сектор (как в Ирландии и Испании) или же возникает сочетание частного и государственного дефицита (как в Греции и Португалии). У Италии не было ни внешнего, ни бюджетного дефицита: ее основной проблемой был крупный государственный долг, накопленный в 1980-е и 1990-е годы, до присоединения к зоне евро. А он, в свою очередь, был вызван давней привычкой к недисциплинированной бюджетной политике.

Неважно, из-за чего в предкризисный период возникло положительное сальдо внешнего сектора, то есть поток капитала в страну и огромный дефицит текущего счета, — потому ли, что расходы превышали доходы в частном секторе, или потому, что это происходило в государственном секторе. Разница исчезает, если учесть одно простое, но важное обстоятельство, которое часто упускают из виду: когда грянул кризис, финансовый дефицит в частном секторе вскоре исчез, а бюджетный дефицит — стремительно вырос. Дело в том, что кризис обвалил бюджетные поступления и автоматически увеличил бюджетные расходы, в том числе расходы на спасение банков, которые особенно дорого обо-

53. Walter Bagehot, 'Essay on Edward Gibbon' (1856), in *The Works and Life of Walter Bagehot*, Mrs Russell Barrington (ed.) (London: Longmans, Green, 1915) vol. 2 (Historical and Financial Essays), p. 83, http://rosenfels.org/pll-v5/pdf/Bagehot_1451-02_EBk_v5.pdf.

шлись Ирландии. Кроме того, когда частные расходы резко снижаются, как это произошло в Ирландии и Испании, но приток внешних средств сохраняется (в еврозоне это был преимущественно ЕЦБ), то бюджетный дефицит всегда растет быстрее, чем снижается дефицит платежного баланса. Все потому, что дефицит платежного баланса отчасти диктуется производственной структурой экономики, а она не меняется моментально.

В Испании и Ирландии, где частный сектор особенно пострадал от финансового кризиса, финансовое saldo частного сектора изменилось почти на 15% ВВП. Рост бюджетного дефицита стал прямым следствием стремления частного сектора к сокращению расходов в условиях кризиса. Меры экономии в частном секторе порождают бюджетное расточительство: это две стороны одной медали, разница лишь в относительно более медленной коррекции внешнего баланса.

Усилия Германии по разоблачению якобы преступной бюджетной политики стран, ныне переживающих кризис, имели целью самооправдание: ее частный сектор, являясь крупнейшим поставщиком капитала в еврозоне, нес существенную ответственность за дисбалансы, приведшие к кризису. Как отмечает Бэджот в отрывке, процитированном выше, чрезмерные долги глупцов не возникли бы без чрезмерной готовности других глупцов кредитовать их: кредиторы и должники — близнецы-братья. Страна, которая предпочитает профицит текущего счета, то есть хочет для своей экономики высокой внешней конкурентоспособности и высоких внешних профицитов, должна финансировать дефицит стран-контрагентов, а следовательно, и нести ответственность за растрату ими средств. В конце концов, происходящее в странах с дефицитом не составляло тайны. Какие выводы отсюда следуют для будущей политики Германии, рассматривается подробнее в главе 9.

Кто-то может возразить: если состояние бюджетов — не первопричина кризиса суверенного долга, почему ставки процента по долговым бумагам ряда стран еврозоны так сильно выросли (см. рис. 6 и 7)? Возможны два ответа на этот вопрос.

Во-первых, состояние бюджетов действительно превратилось в большую проблему, но уже *после* кризи-

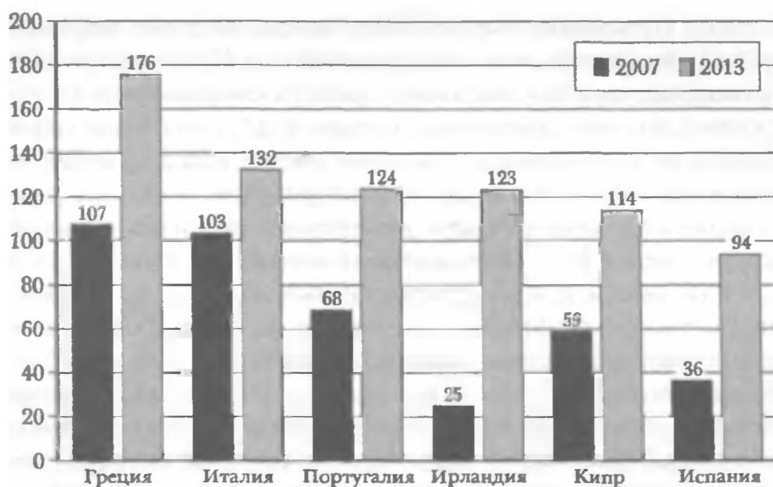


РИС. 14. Отношение валового государственного долга к ВВП (в %)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

са, что видно из рис. 14. Нарушение бюджетной дисциплины — не причина кризисов, но в условиях кризиса политики сплошь и рядом начинают действовать так, что впоследствии их легко уличить в бюджетной распушенности. Поэтому, в том числе, так важно избегать кризисов.

Второй ответ, более непосредственно относящийся к конкретной ситуации, состоит в том, что столь сильное увеличение ставок по государственному долгу — это аномалия. Столь высокие ставки процента почти наверняка стали следствием изъянов в структуре и функционировании еврозоны. Профессор де Грауве обратил на это внимание в важной и влиятельной статье 2011 года⁵⁴. Он показал, что Испания и Великобритания имели аналогичную динамику государственного долга, но, несмотря на это, весной 2010 года долгосрочные процентные ставки для Испании резко обогнали британские, и летом 2012 года разница достигла максимума в 6%, начав сокращаться только после объявления программы ОМТ (см. рис. 15 и 16).

54. Paul de Grauwe, 'Governance of a Fragile Eurozone', 4 May 2011, <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-Eurozone>.

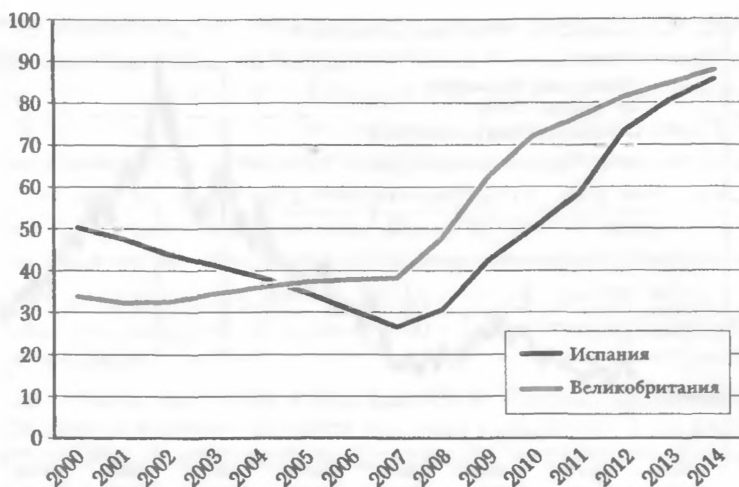


РИС. 15. Отношение валового государственного долга к ВВП (в %)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

Как можно объяснить эту очевидную аномалию? Можно насчитать три возможных объяснения. Первое предложил сам профессор де Грауве:

Допустим, что инвесторы опасаются дефолта, скажем, в Испании. Они начинают продавать облигации испанского правительства, и ставки процента растут. Если дело пойдет достаточно далеко, испанское правительство столкнется с кризисом ликвидности... Испанское правительство не может заставить Банк Испании покупать его долговые бумаги, равно как не может повлиять на действия ЕЦБ, который мог бы предоставить Испании все необходимые средства⁵⁵. События могут развиваться по сценарию самоисполняющегося пророчества, поскольку, если инвесторы сочтут, что правительство Испании может дойти до дефолта, они бросятся продавать испанские облигации, превращая страхи в реальность.

В странах, способных выпускать долговые обязательства в собственной валюте, события будут развиваться иначе. Чтобы оценить разницу, посмотрим, как та же ситуация развивалась бы в Великобритании. Если инвесторы начнут опасаться, что британское правительство может объявить

55. На самом деле ЕЦБ как единый банк нескольких стран тоже ограничен в своих действиях, но эти ограничения имеют политический характер, так что тезис де Грауве все равно верен.



РИС. 16. Спред между доходностью 10-летних облигаций Британии и Испании

Источник: Thomson Reuters Datastream.

дефолт по долгам, они станут продавать его облигации, что приведет к росту процентных ставок.

После продажи облигаций инвесторы наверняка захотят избавиться от вырученных фунтов стерлингов и начнут продавать их на валютном рынке. Стоимость фунта будет падать до тех пор, пока не найдется кто-нибудь, кто захочет купить проданные инвесторами фунты. Под действием этого механизма фунты останутся внутри британского денежного рынка и будут вложены в британские активы.

Иначе говоря, объем денежной массы в Великобритании не изменится. Возможно, часть этого объема снова инвестируют в ценные бумаги британского правительства. Но даже если этого не случится и правительство Великобритании не сможет найти средства, чтобы поддерживать заимствования по разумным процентным ставкам, оно наверняка сумеет заставить Банк Англии выкупить государственные бумаги. Таким образом, правительство Великобритании всегда сможет получить необходимые средства, чтобы профинансировать свой долг. Это означает, что инвесторы не могут спровоцировать в Великобритании кризис ликвидности, который заставил бы британское правительство объявить дефолт. У Великобритании есть своя высшая сила в последней инстанции — Банк Англии⁵⁶.

56. Paul de Grauwe, 'Managing a Fragile Eurozone', 10 May 2011, <http://www.voxeu.org/article/managing-fragile-Eurozone>.

Это убедительное объяснение, почему процентные ставки по испанским облигациям были настолько выше ставок по британским: у Испании не было преимущества в виде собственного центрального банка. Как следствие, возникает возможность множественного равновесия. Если рынки долговых обязательств той или иной страны застревают в «плохом» равновесии, то лишь очень мощная сила, такая как целенаправленное вмешательство центрального банка, может перевести их в «хорошее» равновесие. Я нахожу это объяснение вполне убедительным.

Однако есть еще два правдоподобных объяснения. Первое указывает на риск распада еврозоны. Так, в случае Испании нельзя было исключить катастрофический исход, при котором долг будет реденоминирован в новую валюту. Хотя и фунту может угрожать обвал, например, в результате гиперинфляции, которая многим кажется неизбежной (хотя это вовсе не так), такой исход, по правде говоря, довольно умозрительен. Согласно второму объяснению, если еврозона сохранится, Испания застрянет в ловушке низкого роста, поскольку реальный курс валюты останется завышенным. Поэтому инвесторы считали, что шансы британского правительства в конечном счете навести порядок в государственных финансах существенно выше, чем у правительства Испании. Иными словами, выйдет Испания из еврозоны или останется — не важно, она все равно обречена.

Примечательно, что переломный момент в динамике доходности испанских долговых бумаг наступил после того, как ЕЦБ объявил о программе ОМТ. То же самое происходило и с другими проблемными странами (см. рис. 6, 7 и 16). Это сильный довод в пользу точки зрения де Грауве. Но этот факт также подтверждает и версию об угрозе распада еврозоны, на которую ссылался Драги в заявлении о необходимости программы ОМТ. Однако доходность по испанским бумагам оставалась выше британской в течение всего 2013 года. Это означает, что потеря денежной автономии по-прежнему рассматривается как важное обстоятельство, несмотря на программу ОМТ. Ничто не может быть лучше собственного центрального банка — даже готовность ЕЦБ к подобной активной политике.

Какой вывод отсюда следует? Существование единой валюты многократно увеличивает риск разрушительных финансовых кризисов. Это неизбежное следствие принципа «одна процентная ставка для всех». Единая денежная политика, проводившаяся до кризиса во всей еврозоне, оказалась слишком жесткой для одних стран, в первую очередь для Германии, и слишком мягкой для других — в особенности для Греции, Ирландии и Испании. Как следствие, траектории этих стран резко разошлись по ряду показателей — росту кредитования, зарплат, цен и внешних балансов, что в итоге привело к кризису.

Участники союза должны осознавать эти угрозы и снижать риски. Этого нельзя будет сделать, если не признать, что первоисточником всех бед является не расточительное расходование бюджетных средств, а безответственное кредитование (отчасти вызванное неизбежными изъянами единой денежной политики), к которому впоследствии добавился «эффект стоп-крана». Сокращать бюджетный дефицит в странах, попавших в сложную ситуацию, — верный способ запустить депрессию. Невозможно справиться с бюджетным дефицитом при условии, что частный сектор отрезан от кредита, если только не произойдет решительного улучшения в состоянии внешних счетов. И случаи таких улучшений были. Но они были достигнуты ценой депрессии: принудительная политика жесткой экономии, провал попыток сократить бюджетный дефицит до плановых уровней, остановка процесса финансовой интеграции стран еврозоны, постоянная неуверенность в устойчивости банков, значительный разрыв между ставками процента для разных стран и усиливающийся экономический спад.

Экономические последствия кризиса

Резкая остановка потоков капитала вызвала глубокий кризис в странах, привыкших к обширным заимствованиям за рубежом. Можно сказать, что их погубили те самые условия, ради которых и создавалась единая валюта, — общая денежно-кредитная политика, стрем-

ление к интеграции финансовых рынков и устранению валютных рисков. Но при первом же сигнале тревоги капитал изменил направление движения, как это обычно случается в странах с развивающимися рынками. А потом настали тяжелые времена для всех — для частного нефинансового сектора, для финансового сектора и для правительств бывших стран-реципиентов.

Действия ЕЦБ облегчили выход из кризиса. Но в то же время они вызвали стагнацию в экономике еврозоны, что сильно затруднило посткризисную перестройку. Кризис показал, что валютный союз не равнозначен банковскому союзу и также не дотягивает до статуса денежного союза, поскольку еврозоне недостает механизма для решения проблем дефицита ликвидности на рынках государственного долга во время кризиса. Каждая страна еврозоны оказалась наедине с проблемами своей экономики, несмотря на мощные перекрестные эффекты между странами со слабыми экономиками, а также передачу проблем от слабых к сильным экономикам. Хотя от этих эффектов страдали все, необходимые для борьбы с ними институты отсутствовали.

Тем временем от слабых стран все настойчивее требовали перейти к политике сокращения бюджетных расходов. После 2009 года все проблемные страны были вынуждены резко сократить структурный дефицит бюджета. У проблемных стран, таких как Греция, Ирландия, Испания, Италия, Кипр и Португалия, в общем-то и не было иного выбора, ведь внешние источники средств иссякли. Но сочетание одновременного сжатия расходов частного и государственного секторов привело к глубокой рецессии (см. рис. 17). В свою очередь, рецессия затруднила достижение нормативных уровней бюджетного дефицита (для Греции, Ирландии, Кипра и Португалии они были установлены программой помощи, для Испании и Италии — Европейской комиссией)⁵⁷.

57. Соответствовать бюджетным критериям Европейской комиссии обязаны все страны еврозоны, но тем из них, у кого низкая кредитоспособность, нужно следить за соблюдением критериев особенно пристально, так как в противном случае они не смогут получить помощь. См. 'EU Economic Governance', http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/.

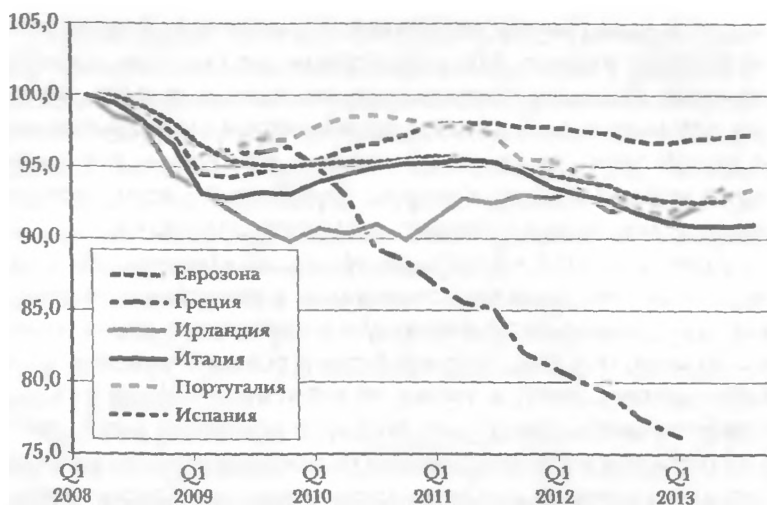


РИС. 17. Уровень реального ВВП в проблемных странах еврозоны (1-й квартал 2008 г. = 100)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

Для общества самым важным последствием низкой экономической активности стал резкий рост безработицы (см. рис. 18). В Испании и Греции уровень безработицы достиг 27% в мае и апреле 2013 года соответственно. Ключевой вопрос — как долго может сохраняться подобная депрессивная ситуация, прежде чем общество взбунтуется? Сумеют ли эти страны удержать общественное спокойствие достаточно долго, чтобы завершить ожидаемые от них экономические реформы? В конце концов, зона ответственности политиков очерчена национальными границами, а не европейскими. Дистанция между локусом демократической политики и локусом реального принятия решений в ЕС очень велика — именно это имел в виду политический философ Ларри Зидентоп, ранее работавший в Оксфордском университете, говоря о «дефиците демократии»⁵⁸.

Весьма вероятно, что в какой-то момент на выборах победят политики, отвергающие политику, на которой

58. Larry Siedentop, *Democracy in Europe* (London: Allen Lane, 2001), p. 119; Ларри Зидентоп, *Демократия в Европе* (Москва: Логос, 2001), с. 147.

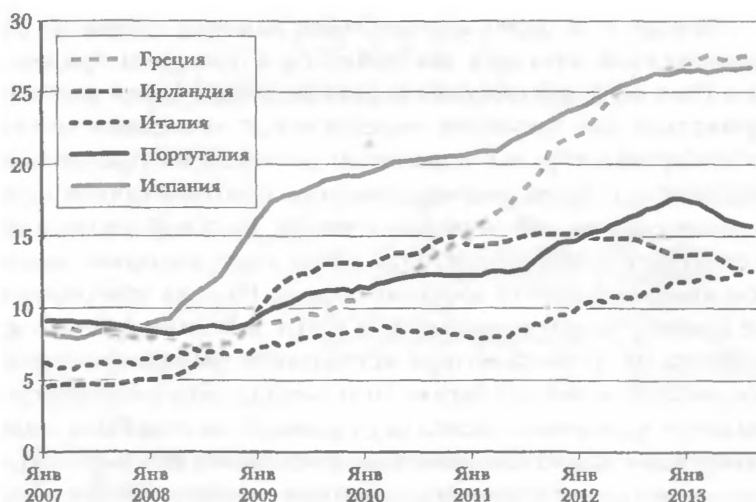


рис. 18. Уровень безработицы
(в % от рабочей силы)

Источник: OECD.

настаивает внешний мир и в первую очередь Германия. В Греции это едва не произошло в 2012 году. Учитывая, что впереди предстоят годы экономической перестройки, напряжение будет только нарастать. Важнейшей угрозой для проекта европейской интеграции является то, что теперь он отождествляется не с процветанием и стабильностью, а с массовой безработицей и экономическими кризисами.

Заключение

Кризис еврозоны придал новое качество и без того мощному экономическому шоку, превратив его в намного более серьезный кризис глобального уровня. Хотя еврозона, казалось бы, создавалась как раз для облегчения движения капиталов, его внезапная остановка застигла еврозону врасплох. Учитывая, что распад еврозоны — очень маловероятный исход, встает вопрос: могут ли какие-либо реализуемые на практике реформы существенно улучшить ее работу? Рассмотрению этого вопроса посвящена глава 9.

Между тем одно из наиболее важных глобальных последствий кризиса заключается в том, что трудности Греции и других пострадавших стран стали рассматриваться как прообраз опасностей, с которыми могут столкнуться страны с высоким доходом за пределами еврозоны. В свою очередь, именно поэтому произошел преждевременный переход к мерам жесткой экономии в странах с высоким доходом в 2010 году, который, несомненно, затормозил восстановление. Но, как утверждает де Грауве, таким странам, как США и Великобритания, никогда не грозила потеря источников финансирования их долговых обязательств. Они находились в совершенно иных условиях, поскольку у каждой из них была своя суверенная валютная зона. Тем временем в еврозоне Германия и другие страны-кредиторы выигрывали за счет чрезвычайно низких процентных ставок по своим долгосрочным облигациям, тогда как их партнеры по союзу терпели ущерб. Когда настало время для благодарности, они ее не проявили. Сорвав куш, они не выказали большого сочувствия, когда их партнеры оказались в трудной ситуации. Они все так же негибко противостоят всякой идее стимулировать спрос внутри еврозоны. И, как следствие, восстановление принимает затяжной и болезненный характер.

ГЛАВА 3

Дивный новый мир

Мы вовлечены в международную валютную войну, во всеобщее ослабление валют.

Для нас эта война — большая угроза, потому что она лишает нас конкурентных преимуществ.

*Гвидо Мантега,
министр финансов Бразилии, 2010 год¹*

ПОКА одна волна финансового кризиса сменяла другую — об этих событиях речь шла в предыдущих двух главах, — случилось нечто примечательное. Точнее, примечательно, что кое-чего не случилось. Не случилось серьезного кризиса в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком². Напротив, они вышли почти сухими из воды. Оказалось, что формирующиеся экономики пострадали от восстановления в странах с высоким доходом как бы не больше, чем от кризиса.

Их успешное развитие в посткризисный период показало, что за годы, предшествовавшие кризису, они накопили значительный запас прочности. Конечно, это вовсе не означает, что на них никак не влияют события в странах с высоким доходом. Это невозможно, поскольку последние по-прежнему играют важную роль и как рынки сбыта, и как источники финансирования,

1. Jonathan Wheatley, 'Brazil's Mantega Sees "International Currency War"', *Financial Times*, 27 September 2010.

2. В данной главе я использую определения специалистов Международного валютного фонда из работы *Resilience in Emerging Market and Developing Economies: Will it Last?*, *World Economic Outlook*, October 2012, ch. 4. К развитым странам, или странам с высоким доходом, относятся все страны — участники Организации экономического сотрудничества и развития, входившие в ее состав в 1990 году, за исключением Турции, которую я отношу к формирующимся экономикам. К развивающимся странам относится 51 страна с низким доходом, соответствующая критериям международной помощи в виде концессионных займов МВФ. Остальные страны относятся к категории формирующихся экономик.

и как источники рабочих мест для временных и постоянных мигрантов. Великая рецессия, наступившая в конце 2008 — начале 2009 года после самого тяжелого периода финансового кризиса, больно ударила по многим странам с формирующимся рынком и развивающимся экономикам. Те страны, которые меньше всего пострадали, прежде всего Китай, вынуждены были пойти на смелые политические шаги, чтобы смягчить шок для своей экономики. Эти решения тоже породили непростые долгосрочные проблемы.

Тем не менее центр тяжести в мировой экономике стал еще быстрее смещаться от стран с высоким доходом к странам с формирующимся рынком, в особенности к Китаю. Это, в свою очередь, отчасти отражало более высокую защищенность формирующихся экономик и развивающихся стран. Не менее важен и факт превращения Китая в новый центр мировой экономики. И все же можно не сомневаться, что тренд китайского роста, составлявший в 1980–2012 годах 10% в год, в будущем замедлится³. Если замедление будет умеренным, то не окажет существенного влияния на страны, зависящие от спроса со стороны Китая, в особенности на поставщиков сырья: в конце концов 7%-ный рост в 2013 году в абсолютном выражении равен 10%-ному росту 2009 года⁴. Если же, как некоторые опасаются, рост Китая замедлится намного сильнее, влияние на мировую экономику окажется гораздо серьезнее⁵.

-
3. Логарифмический тренд роста китайского ВВП взят из базы данных МВФ *World Economic Outlook*. У этих временных рядов огромный показатель R-квадрат, равный 0,9986, то есть практически единица. Это означает, что в 1980–2012 годах отклонения от 10%-ного трендового роста были ничтожно малыми. Это указывает на просто ошеломительный успех в области экономического роста. С другой стороны, конечно же, возникают вопросы о достоверности данных.
 4. Прогноз о замедлении Китая в ближайшие годы до 6–7% убедительно обосновал Ручир Шарма из Morgan Stanley Investment Management. См.: Ruchir Sharma, *Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles* (London: W. W. Norton and Allen Lane, 2012), ch. 2; Ручир Шарма, *Прорывные экономики. В поисках следующего экономического чуда* (Москва: Манн, Иванов и Фербер, 2013).
 5. В работе: Michael Pettis, *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring* (Washington DC: Carnegie Endowment for International Peace, 2013) представлен относительно пессимистический взгляд на предстоящие перемены.

Кризис и восстановление на формирующихся рынках

С 2003 по 2008 год включительно экономики с формирующимся рынком росли баснословным темпом в 7,6% в год. В авангарде двигались развивающиеся экономики и формирующиеся рынки Азии, где средний темп роста составлял 9,5%; среди них выделялись Китай и в меньшей степени Индия. Содружество независимых государств (СНГ), куда входит большая часть стран бывшего Советского Союза, также быстро росло, в среднем на 7,6% в год, и здесь локомотивом выступала Россия, переживавшая нефтяной бум, в свою очередь обусловленный мировым ростом цен на сырье (см. рис. 27). Следом шли страны Африки южнее Сахары, также на волне бума сырьевых рынков; их рост в среднем составлял 6,5% в год. Ближний Восток и Северная Африка тоже извлекали выгоду из нефтяного бума и росли в среднем на 6,3% в год. Страны Центральной и Восточной Европы в 2003–2008 годах также переживали бум с ростом в среднем на 5,6% в год; впрочем, в 2008-м бум завершился крахом. Страны Латинской Америки и Карибского бассейна росли среднегодовыми темпами в 5,3%. В то же самое время развитые экономики увеличивались в среднем на 2,4% в год. Мировая экономика в целом росла на 4,6% ежегодно⁶.

В 2009 году мировая экономика впервые со времен Второй мировой войны сократилась в размерах. Однако это сокращение отнюдь не было повсеместным. Лишь в четырех регионах валовой внутренний продукт снизился в абсолютном выражении: в странах с высоким доходом, Центральной и Восточной Европе, а также в СНГ. В Африке южнее Сахары, на Ближнем Востоке и в Северной Африке рост резко замедлился, однако не прекратился. Но важнее всего, что замедление практически не наблюдалось в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками Азии (в эту группу входят страны Восточной, Юго-Восточной и Южной Азии, вместе охватывающие больше половины населения мира),

6. Источник: база данных МВФ World Economic Outlook.

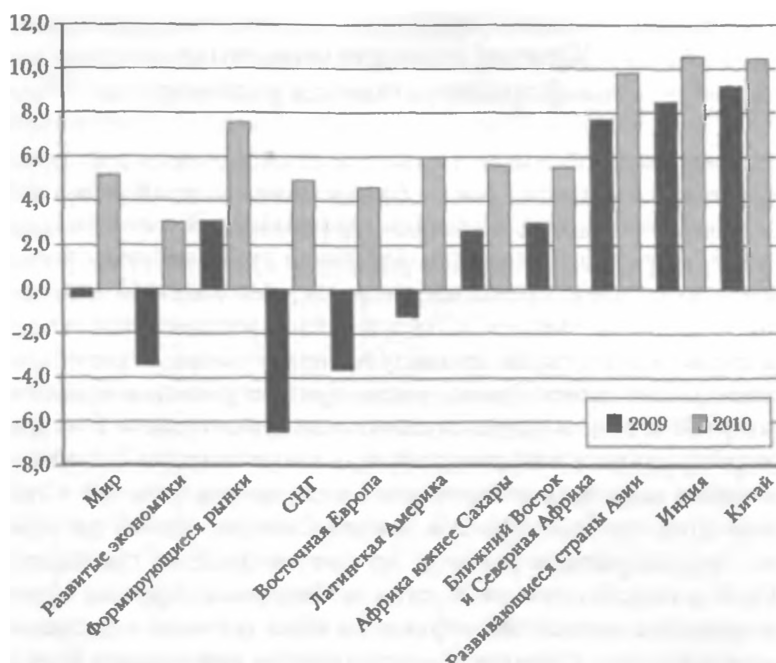


РИС. 19. Рост в эпоху Великой рецессии (в %)

Источник: IMF World Economic Outlook Database. •

а также у двух азиатских гигантов — Китая и в меньшей степени Индии (см. рис. 19).

Затем, в 2010 году, в странах с формирующимися рынками началось феноменально быстрое восстановление. С тех пор большая часть регионов, где сосредоточены формирующиеся рынки, росла достаточно быстро, за исключением Центральной и Восточной Европы и СНГ (см. рис. 20).

Столь большая разница в темпах экономического роста в период кризиса между странами привела к быстрому изменению их удельного экономического веса. С 2007 по 2012 год экономики с высоким доходом в совокупности увеличились на 3%. За тот же период экономики с формирующимся рынком и развивающиеся страны в совокупности выросли на 31%, в том числе азиатские — на 46%. Экономика Китая выросла на поразительные 56%, экономика Индии — на 37% (см. рис. 20). Вторым по скорости роста регионом мировой эконо-

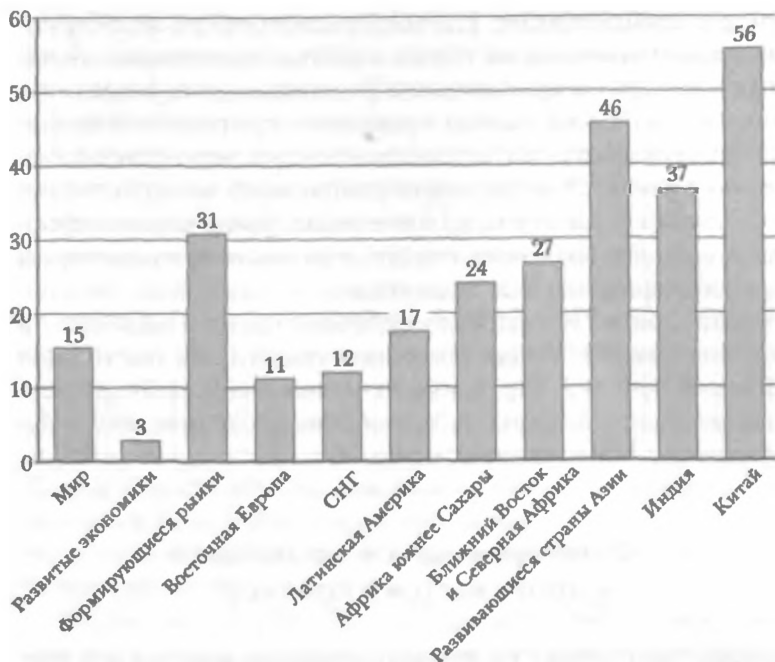


РИС. 20. Накопленный рост ВВП в 2007–2012 годах (в %)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

мики была Африка южнее Сахары, показавшая рост на 27%⁷. Таков был дивный новый мир.

Вопреки сильному финансовому кризису, который больно ударил по странам с высоким доходом и на несколько лет поверг их состояние, близкое к стагнации, формирующиеся экономики не только выжили, пройдя лишь через недолгую рецессию 2009 года, а в некоторых случаях через простое замедление роста, но даже верну-

7. Темпы роста мировой экономики, посчитанные по паритету покупательной способности (ППС), как правило, намного выше темпов роста по рыночным обменным курсам, поскольку страны с более высоким ростом беднее, а ППС увеличивает относительный размер бедных стран. (Дело в том, что ППС увеличивает до международного уровня цены неторгуемых товаров и в еще большей мере цены услуг в этих странах.) Однако разница между темпами роста по ППС и рыночным обменным курсам невелика, если сравниваются страны с приблизительно одинаковым реальным уровнем ВВП на душу населения. Поэтому прирост экономики регионов, отраженный на рис. 20, скорее всего, очень близок по значению к приросту, посчитанному по рыночным обменным курсам.

лись к процветанию. По всей видимости, в этой группе стран произошли очень важные изменения: большая часть формирующихся и развивающихся экономик, как оказалось, не только прекрасно противостояли финансовому шоку, но и довольно скоро вернулись к быстрому росту. Эта ситуация разительно контрастирует с опытом тех же стран в 1990-е годы, когда именно формирующиеся экономики часто становились эпицентром крупных финансовых кризисов.

Чем можно объяснить подобный успех и надолго ли он сохранится? Этим вопросам посвящена настоящая глава. В третьей части книги и заключении будет рассмотрено, что ответы на эти вопросы говорят нам о будущем глобальной экономики.

Формирующиеся экономики противостоят кризису⁸

В 2003–2007 годах на формирующихся рынках и в развивающихся странах рост ускорился, тогда как в развитом мире он замедлился. На 2008 год пришелся наиболее тяжелый этап глобального финансового кризиса, а в 2009 году, согласно отчету МВФ, «более половины формирующихся рынков и развивающихся стран вошли в зону отрицательного роста... Но они быстро восстановились, и в 2010–2011 годах многие из них снова начали расти столь же быстрыми темпами, что и до кризиса, или даже быстрее. И теперь эти страны обеспечивают почти весь объем глобального экономического роста»⁹.

Перед этим они уже прошли через этап значительного экономического ускорения. В 1970–1989 годах медианные среднегодовые темпы роста в формирующихся экономиках составляли всего 1,5%; в 1990–2007 годах они достигли 3,4%¹⁰. В 1970–1989 годах медианные темпы роста в странах с низким доходом опустились до при-

8. Этот раздел основан на IMF, World Economic Outlook, October 2012.

9. Ibid., p. 129.

10. Медианное наблюдение — наблюдение, находящееся в середине распределения. Так, если страна А растет на 6%, страна В — на 2%, а страна С — на 1%, то медианный рост равен 2% (то есть росту страны В), тогда как средний рост равен 3%.

скорбной цифры в минус 0,1%; в последующий период они поднялись до 1,5% — тоже очень мало, но все-таки значимый шаг вперед¹¹. Также во второй период существенно снизились колебания темпов роста¹².

Оптимисты полагают, что устойчивость, которую показали многие формирующиеся и развивающиеся экономики во время крупнейшего с 1930-х годов финансового кризиса, отражает повышение качества их экономической политики и позитивные сдвиги в экономике, в первую очередь диверсификацию состава и направлений внешней торговли, внешних источников капитала и в целом экономической структуры. Пессимисты уверены, что быстрый рост обеспечивали приток иностранного капитала, бум на сырьевых рынках, а в случае Китая — рост объема низкокачественных инвестиций, который не мог продолжаться долго. И все это, по мнению пессимистов, делает положение дел существенно более опасным.

Оптимистам есть чем подкрепить свою позицию¹³. Кое-что и впрямь изменилось к лучшему. Продолжительность циклических расширений в формирующихся и развивающихся экономиках увеличилась, тогда как спады стали короче и мягче. Денежно-кредитная политика улучшилась. Укрепив бюджеты, правительства смогли уверенней проводить контрциклическую финансовую политику. Страны, зафиксировавшие свой валютный курс, накопили внушительные резервы иностранной валюты, создав для себя подушку безопасности на случай шоков. Статистические выкладки МВФ ожидаемо подтверждают, что страны с более грамотной экономической политикой и более прочным положени-

11. К категории формирующихся и развивающихся экономик относятся все страны, кроме Австралии, Австрии, Бельгии, Великобритании, Германии, Греции, Дании, Ирландии, Италии, Испании, Канады, Нидерландов, Новой Зеландии, Норвегии, Португалии, США, Финляндии, Франции, Швеции, Швейцарии и Японии. В категорию стран с низким доходом попадает 51 страна, соответствующая критериям международной помощи в виде концессионных займов МВФ. Остальные 69 стран, входящих в число формирующихся и развивающихся экономик, относятся к формирующимся экономикам. См. *World Economic Outlook*, October 2012, p. 132 и табл. 4-3.

12. *Ibid.*, Fig. 4.6.

13. *Ibid.*, p. 131–132.

ем (в отношении денежной политики, государственного долга, бюджетного дефицита и валютных резервов) переживают более длительные периоды роста и быстрее восстанавливаются после кризисов. Улучшение экономических показателей формирующихся и развивающихся экономик на две пятых объясняется снижением частоты шоков. Однако «остальные три пятых улучшения экономических показателей объясняются расширением свободы маневра у правительства [то есть его возможности, пользуясь хорошими начальными позициями, относительно свободно использовать денежную и бюджетную политику] и усовершенствованием теоретической базы экономической политики»¹⁴.

В 2000-е годы формирующиеся и развивающиеся экономики во многих отношениях почти поменялись местами с развитыми странами. Вторые страдали от финансовых кризисов, острых рецессий и вызванного ими резкого роста бюджетного дефицита и долга. Такую картину мы привыкли наблюдать в формирующихся и развивающихся экономиках, где один кризис сменял другой: сначала латиноамериканский долговой кризис 1980-х годов, затем «текиловый кризис» в Мексике и других латиноамериканских странах в середине 1990-х годов, затем азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов, кризисы 1998 года в России, 1998–1999 годов в Бразилии и 2000–2001 годов в Аргентине. Однако в 2000-е годы формирующиеся экономики гораздо меньше страдали от банковских кризисов, чем в 1980-е и 1990-е, и в первую очередь потому, что в начале 2000-х годов почти никто из них не испытывал сильного кредитного бума. Поэтому, когда грянул кризис 2008–2009 годов, они могли спокойно расширять внутренний кредит. А впоследствии, когда первоначальный обвал внешнего спроса закончился, они в большинстве своем смогли вернуться к жесткому кредиту.

Судя по всему, прогресс в области экономической политики принес значительный выигрыш. Но за общей благоприятной картиной скрывались существенные различия. Не все формирующиеся и развивающиеся экономики пережили кризис гладко. Более того, для многих

14. World Economic Outlook, October 2012, p. 132.

из них период роста уже кончился либо вот-вот кончится: после 2010 года состояние индийской экономики резко ухудшилось, а в Бразилии началась стагнация. Еще больше зыбкости их положению придает то обстоятельство, что возросшая стойкость формирующихся и развивающихся экономик — это, по крайней мере отчасти, лишь обратная сторона ослабления экономик с высоким доходом. Эту взаимозависимость можно назвать «законом сохранения кризиса». Если какой-то группе стран удастся избежать кредитного бума — одного из главных проводников кризиса, то лишь потому, что кредитным бумом уже охвачены другие страны. За последние сорок лет мировая экономика показала свою неспособность обойтись без крупных финансовых потрясений в той или иной стране.

Зеркальные отражения мировой экономики

Почему возникает подобная обратная зависимость? В конце концов, каждой стране выгодно процветание других стран, поскольку появляются новые возможности для торговли. Если бы этот тезис всегда был верен, не было бы повода для беспокойства: чем быстрее рост в формирующихся и развивающихся экономиках, тем лучше — по крайней мере, уж точно не хуже — для всех, в том числе и для стран с высоким доходом. И обычно страны действительно выигрывают от процветания других, как показали Лоуренс Эдвардс и Роберт Лоуренс в превосходном исследовании экономических выгод для США от роста богатства в странах с формирующимися рынками¹⁵.

С этим можно согласиться, но при одной принципиальной оговорке: трансграничные потоки капитала должны быть достаточно стабильны и эффективны. Увы, это условие не выполнялось и не выполняется¹⁶. Следо-

15. Это вывод из книги: Lawrence Edwards and Robert Z. Lawrence, *Rising Tide: Is Growth in Emerging Economies Good for the United States?* (Washington DC: Peterson Institute for International Economics, 2013). В особенности см. гл. 10.

16. Это один из ключевых тезисов моей книги: Martin Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore and London: Johns Hopkins University Press and Yale University Press, 2008 and 2010).

вательно, возможна ситуация, когда возобновление роста в странах с высоким доходом приведет к очередному ослаблению многих формирующихся и развивающихся экономик.

Как это может произойти? Чтобы ответить на этот вопрос, нужно посмотреть на те формирующиеся и развивающиеся экономики, которые сильно пострадали от кризиса. Как хорошо видно из рис. 19, больше всего кризис ослабил экономику стран СНГ и Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ). Первый регион является особым случаем, поскольку его совокупные показатели определяются состоянием одной крупной страны — экспортера сырья — России. Судьба второй группы стран более любопытна. Дело в том, что до кризиса страны ЦВЕ активно прибегали к внешним заимствованиям, что видно из их громадных дефицитов текущего счета — в среднем они намного превышали дефициты в формирующихся и развивающихся экономиках других регионов (см. рис. 21 и 22).

Подобно странам Южной Европы, о которых речь шла в главе 2, страны ЦВЕ активно привлекали иностранный капитал — по крайней мере, в процентном отношении к размерам своей экономики (см. рис. 23). До добра это не довело.

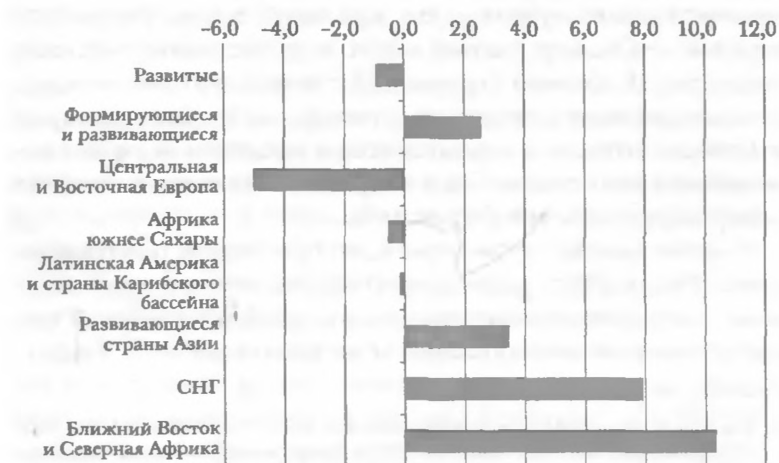


РИС. 21. Сальдо текущего счета, среднее значение, 2000–2007 годы (в % от ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

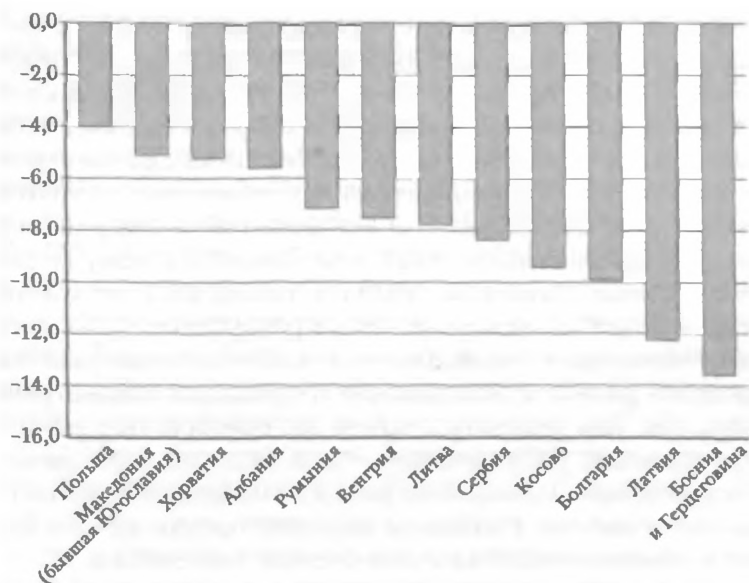


РИС. 22. Сальдо текущего счета, среднее значение, 2000–2007 годы (в процентных пунктах)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

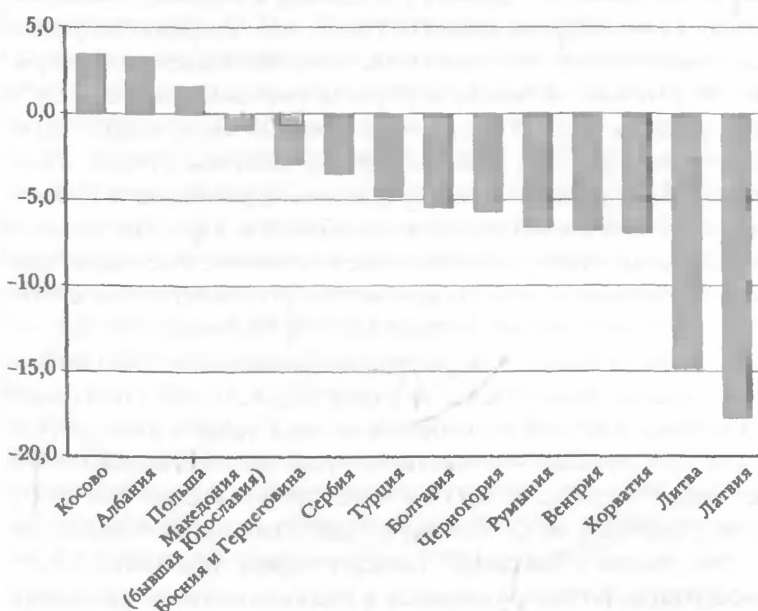


РИС. 23. Темпы роста ВВП в странах Центральной и Восточной Европы, 2009 год (в %)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

Когда наступил кризис, привычные источники финансирования иссякли. Сработал тот же «эффект стоп-крана», от которого тогда же пострадали Ирландия и Южная Европа. Стремление инвесторов к безопасности почти всегда означает вывод капиталов из других стран на их «родину», и единственное исключение — страны с резервной или близкой к ней валютой и суверенным кредитным рейтингом AAA или близким к нему (к таким странам относятся США). Страны ЦВЕ не могли похвастаться ни одним из этих преимуществ. Поэтому они столкнулись с выводом капитала и были вынуждены провести резкое и болезненное сокращение бюджетных расходов. Как результат, почти все они вошли в глубокую рецессию. (Исключением была Польша, которая пережила ознаменовавшийся рецессиями 2009 год без особых затруднений. Однако ее дефицит текущего счета перед кризисом тоже был относительно небольшим.)

Можно с уверенностью утверждать, что в 2009 году большинство стран ЦВЕ не прошли проверку на прочность. (См. также рис. 20, где показаны темпы роста в посткризисный период.) Рецессия в регионе оказалась очень тяжелой. Связано это с тем, что большой дефицит текущего счета, как правило, сопровождается пузырями на рынках активов, несоразмерно высоким объемом внутренних расходов, резким ростом внутреннего кредитования, ростом зарплат, строительным бумом, несоразмерным ростом государственных расходов и снижением внешней конкурентоспособности. При достаточно сильном циклическом подъеме состояние государственных финансов какое-то время кажется благополучным. Но после окончания кредитного бума в частном секторе и резкого снижения расходов финансовое положение государства неизбежно ухудшится, как это случилось в странах еврозоны, попавших под удар кризиса (см. главу 2). Страны с большим чистым импортом капитала беззащитны перед внезапной остановкой притока капитала и поэтому не способны к быстрому восстановлению.

Это также объясняет, почему перед кризисом 2007–2008 годов формирующиеся и развивающиеся экономики смогли накопить большой запас прочности. Как показывает рис. 21, в 2000–2007 годах эти страны и большинство регионов, куда эти страны входят, превратились

в чистых экспортеров капитала. Как показывают данные МВФ, довольно большая группа малых и крайне бедных развивающихся стран имели в 2002–2007 годах дефицит текущего счета. Это вполне ожидаемо, поскольку они были получателями больших сумм международной помощи. Однако более крупные формирующиеся экономики имели либо профицит, либо весьма скромный дефицит: в среднем сальдо текущего счета приближалось к нулю или было положительным у Аргентины, Бразилии, Индии, Индонезии, Ирана, Китая, Нигерии, Пакистана, России и Филиппин. Страны ЦВЕ сильно выделялись на фоне продвинутых формирующихся экономик, хотя большой внешний дефицит также имела и Турция.

Так что выносливость формирующихся экономик отчасти объясняется улучшением их платежного баланса. Это улучшение — не случайное стечение обстоятельств: главным образом, оно отражает уроки, которые формирующиеся и развивающиеся экономики извлекли из пережитых ими финансовых кризисов 1980-х и 1990-х годов. Они последовательно проводили политику по снижению уязвимости своих экономик к внешним возмущениям. В том числе опираясь на опыт предыдущих финансовых кризисов, они повышали капитализацию национальных финансовых институтов и ужесточали регулирование. Кроме того, несколько ключевых стран, прежде всего Китай и Индия, сохранили контроль над курсом национальных валют. Но самое главное — большинство из них, стремясь предотвратить укрепление обменного курса, накапливали громадные резервы иностранной валюты (см. рис. 24). Индийский экономист Сурджит Бхалла в своей недавней книге, дающей богатую почву для размышлений, высоко оценивает эту политику как инструмент развития стран: намеренное занижение обменного курса способствует процветанию. Намеренно или нет, но многие формирующиеся и развивающиеся экономики, главным образом страны Восточной Азии и прежде всего Китай, осуществляли эту политику на протяжении 2000-х годов¹⁷.

17. Surjit Bhalla, *Devaluing to Prosperity: Misaligned Currencies and their Growth Consequences* (Washington DC: Peterson Institute for International Economics, 2012; New Delhi: Oxford University Press, 2013).

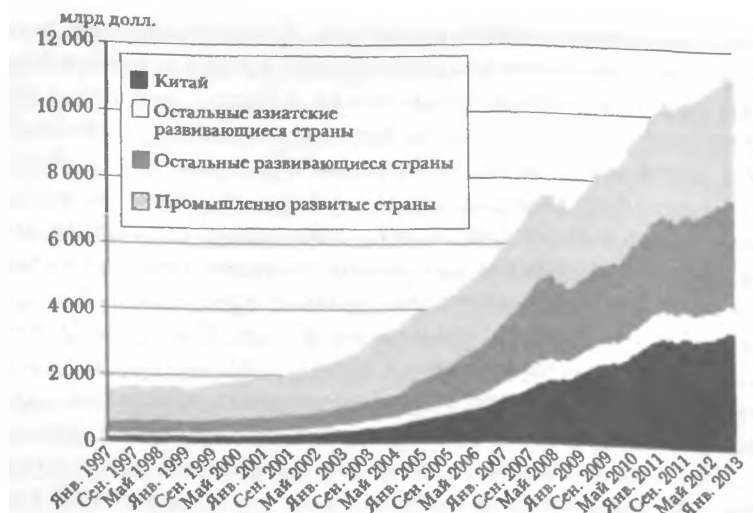


РИС. 24. Международные резервы (в млрд долл.)

Источник: IMF.

Таким образом, многие формирующиеся экономики превратились в нетто-экспортеров капитала. Точнее, они получали и возвращали прямые иностранные инвестиции и в то же время поддерживали существенный профицит текущего счета. Среди этих стран на первом месте стояли Китай и страны — экспортеры нефти (в том числе Россия). Но если формирующиеся экономики в совокупности стали нетто-экспортерами капитала, то все остальные страны должны были стать нетто-импортерами капитала. Среди этих стран главными нетто-импортерами оказались США и страны западно-европейской периферии — западной (Великобритания и Ирландия), южной (Греция, Испания, Италия и Португалия) и восточной (точнее, центральной и восточной). Все крупные нетто-импортеры капитала оказались в эпицентре кризиса, однако опосредованно от рецессии пострадали и те страны, которые зависели от них как от рынка сбыта (такие как Германия и другие европейские страны с профицитом). Как только разразился кризис, инвесторы частично или полностью утратили интерес к странам, некогда выступавшим импортерами капитала. Кроме того, центральные банки проблемных стран урезали процентные ставки. Следствием ста-

ло давление в сторону повышения курса национальных валют в формирующихся и развивающихся экономиках.

Неудивительно, что кто-то, как министр финансов Бразилии Гвидо Мантега, увидел в событиях 2010 года «войну валют». На самом деле шел естественный процесс посткризисного исправления дисбалансов. Правда, в одном важном отношении Мантега попал в точку. Формирующиеся и развивающиеся экономики действительно оказались перед дилеммой: смириться с повышением курса валюты, снижением конкурентоспособности и большим дефицитом текущего счета? Или противодействовать этому сдвигу, вмешавшись в работу валютных рынков, что чревато потерей контроля над денежной сферой, избыточным усилением кредитования, инфляцией и расстройством финансового сектора? Ввиду таких перспектив было совсем не очевидно, что способность к быстрому выходу из кризиса, превозносимая в докладах МВФ, не окажется столь же эфемерной, как «Великое смягчение», которому накануне кризиса так радовался Бернанке (и не он один).

Угрозы на горизонте

Формирующиеся экономики прекрасно справились с кризисом. Но теперь на горизонте вырисовываются четыре тесно связанные между собой угрозы. Во-первых, в странах с высоким доходом денежная политика возвращается в нормальное русло. Во-вторых, им предстоит пережить структурно обусловленное замедление роста экономики. В-третьих, замедляется рост в Китае, мощнейшем двигателе мирового экономического роста. Наконец, страны с высоким доходом, в особенности еврозона и Япония, стремятся восстановить экономический рост за счет расширения экспорта.

Нормализация денежной политики в странах с высоким доходом

В мае 2013 года Бен Бернанке публично упомянул такой чисто гипотетический шаг Федерального резерва, как постепенное сокращение масштаба покупок облига-

ций Министерства финансов США, которые на тот момент достигали 85 млрд долларов в месяц¹⁸. Заметьте, это не было официальным заявлением ФРС о сокращении темпов скупки активов — оно последовало лишь в декабре, когда ФРС объявила о намерении снизить выкуп активов на 10 млрд долларов в месяц¹⁹. Также заметьте, что это заявление не сопровождалось никакими практическими действиями. Бернанке всего-навсего поделился с публикой предположениями о том, что в будущем ФРС может снизить темпы выкупа активов. Тем не менее его слова вызвали немедленный рост долгосрочной доходности облигаций: с начала мая по конец июня доходность по десятилетним казначейским облигациям выросла с немногим более 80 базисных пунктов до 2,5%. Мировые рынки, почуяв возможный конец политики сверхдешевых денег, разразились приступом гнева²⁰. Больней всего это ударило по формирующимся экономикам.

Как показывает рис. 25, капитал резко изменил направление движения и начал покидать формирующиеся рынки. Это вызвало масштабную переоценку активов, в первую очередь облигаций, акций и валют. С января по сентябрь 2013 года произошло существенное и в долгосрочном плане скорее благотворное снижение курсов валют развивающихся стран — в первую очередь российского рубля, индонезийской рупии, индийской рупии,

18. В своем выступлении перед объединенным экономическим комитетом Конгресса США 22 мая председатель ФРС заявил, что комитет по открытым рынкам ФРС «считает уместным сохранять мягкий подход к денежной политике в течение значительного времени, после того как закончится программа выкупа активов, а экономическое восстановление укрепит-ся». Но отвечая на вопрос конгрессмена Кевина Брэди, председателя комитета Конгресса, Бернанке сказал, что комитет по открытым рынкам может рассмотреть вопрос о сокращении объемов выкупа «на одном из следующих заседаний», если регуляторы увидят на рынке труда ясные сигналы к устойчивому улучшению. См.: 'Bernanke's Tapering Talk Backfires amid Bond Yield Surge', <http://www.bloomberg.com/news/2013-06-13/bernanke-s-tapering-talk-backfires-amid-bond-yield-surge.html>.

19. Пресс-релиз от 18 декабря 2013 года. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm>.

20. Игра слов: англ. taper tantrum, биржевой термин, придуманный американским финансистом Юриеном Тиммером для обозначения реакции биржи на новость о сворачивании политики количественного смягчения. От англ. temper tantrum — «приступ гнева» и tapering — «выход из программы количественного смягчения». — *Примеч. пер.*

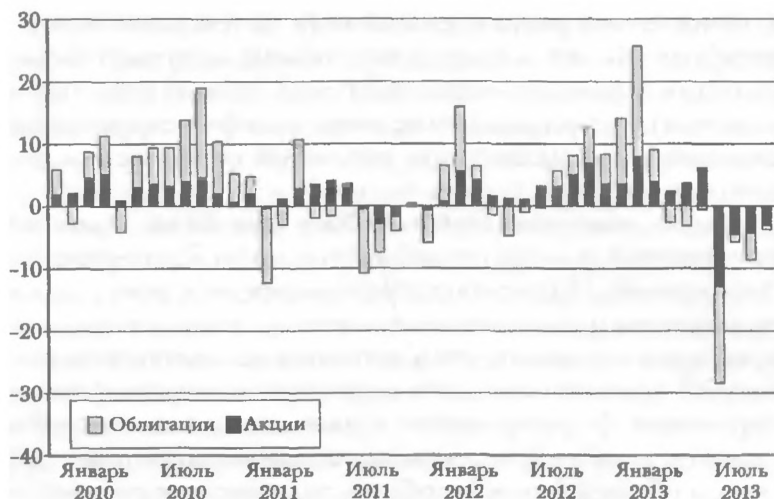


рис. 25. Притоки и оттоки капитала в формирующихся экономиках (в млрд долл.)

Источник: IMF World Economic Outlook, October 2013.

бразильского реала, турецкой лиры и южноафриканского ранда²¹.

Столь значимые последствия от столь непримечательного события (точнее, его отсутствия — ведь в течение шести месяцев политика оставалась прежней) отчасти вызваны тем, что стала очевидной неизбежность разворота в денежной политике США. Но что гораздо существенней, слова Бернанке обнажили слабые места формирующихся экономик.

Одним из источников уязвимости формирующихся экономик, которую высветила реакция рынков на замечание Бернанке о возможности отказа от политики количественного смягчения, стали изменения в их финансовой сфере. Во многих формирующихся экономиках объем внутренней задолженности вырос до уровня, несопоставимого с величиной ВВП. Важнейшие примеры таких стран — Бразилия, Индия, Китай и Таиланд. Особенно высоким был коэффициент отношения долга частного сектора к ВВП в Китае: по данным МВФ, в 2012 году он составил порядка 120% ВВП. Любой шок, сопряженный

21. См.: IMF, World Economic Outlook, October 2013, Fig. 1.10, p. 10.

с замедлением роста кредитования (и тем более те масштабные убытки и сокращение объема задолженности, которые пережили после 2007 года страны с высоким доходом), грозил резко замедлить рост формирующихся экономик, чье процветание во многом опиралось на доступные кредиты.

Кроме того, как отмечает Хён Сон Шин, один из крупнейших в мире специалистов по международным финансам из Принстонского университета, рост спроса на облигации, выпущенные частным сектором формирующихся экономик, стал источником внешней уязвимости²². Он указывает, что структура внешнего финансирования формирующихся экономик после начала кризиса изменилась двояким образом: небанковский сектор обошел банки по объему задолженности; долговые ценные бумаги почти вытеснили банковские кредиты. Кроме того, большая часть заимствований теперь осуществляется за рубежом. Об этом говорит тот факт, что компании все чаще занимают не там, где зарегистрированы их головные структуры, а там, где фактически ведут операции их подразделения. К примеру, китайские компании выпускают валютные облигации в Гонконге, а не в континентальном Китае. Выпускать облигации на зарубежных рынках начали также бразильские и индийские компании.

Эти облигации покупали те, кто хотел в глобальных условиях сверхмягкой денежной политики заработать более высокую доходность за счет более высокого риска. Продавцы, со своей стороны, выигрывали от низких издержек заимствований, деноминированных в иностранной валюте. Вместе с тем они брали на себя риск курсовой разницы: их долговые обязательства были выражены в иностранной валюте, а активы — в национальной. По сути, заемщики пытались спекулировать на курсе своей национальной валюты. Эта ситуация не удивит тех, кто знаком с историей азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов.

22. Hyun Song Shin, 'The Second Phase of Global Liquidity and its Impact on Emerging Economies', 7 November 2013, Keynote Address at the Federal Reserve Bank of San Francisco, Asia Economic Policy Conference, 3–5 November 2013, http://www.princeton.edu/~hsshin/www/FRBSF_2013.pdf.

При изменении условий кредитования подобные сделки могут оказаться фатальными. По мере отхода ФРС от политики количественного смягчения доллар будет укрепляться, цены на долларовые облигации снижаться, а значит, источник долларов может иссякнуть, как это уже происходило летом 2013 года (см. рис. 25). По мере снижения стоимости облигаций заемщикам придется хранить все больше национальной валюты в качестве обеспечения. Часть наличных денег перестанет циркулировать, что вызовет снижение расходов корпораций. Падение валютного курса усугубит нехватку денежных средств. Нефинансовые корпорации, набравшие большие долги, могут обанкротиться, что создаст угрозу положению внутренних кредиторов, включая банки.

Анализ курсовых разниц и несовпадения в рискованности активов и пассивов дает ключ к пониманию колебаний лета 2013 года. И этот источник напряженности никуда не исчез. Нестабильность могут вызвать даже действия управляющих компаний из стран с высоким доходом, если они будут столь же слепо следовать конъюнктуре рынка, как всегда следовали ей банки. Все вышеизложенное подтверждает вывод из опыта предшествующих кризисов на формирующихся рынках: важно, из каких активов и пассивов состоит бухгалтерский баланс нации. Курсовые разницы много раз приводили к бедствиям в формирующихся экономиках, независимо от того, кто брал на себя риск — правительство, банки или нефинансовые корпорации.

Итак, какие уроки должны извлечь регуляторы, помимо того что беспрецедентно мягкая денежная политика в сочетании со стремлением частного сектора к росту прибыли неизбежно ослабила бы экономику? Во-первых, регулирование притока капитала немного значит, если компании могут занимать за границей. Во-вторых, хотя, как утверждает МВФ, корректировка валютных курсов незаменима как инструмент регулирования крайне волатильных международно-экономических отношений, увеличивает риск курсовых потерь. Но прежде всего следует понимать: вернуться к нормальному денежному обращению в странах с высоким доходом, не сделав мировую экономику еще менее устойчивой, будет непросто.

Структурное замедление на формирующихся рынках

Реакция рынков формирующихся экономик на гипотетическое сокращение программы количественного смягчения также могла быть вызвана кое-чем посерьезнее, чем уязвимость их финансовых систем: пониманием того, что их рост замедляется. В своем обзоре мировой экономики за октябрь 2013 года МВФ отмечает: «За последние два года прогнозы величины реального ВВП Бразилии, Индии и Китая на 2016 год были снижены на 8–14%. Ухудшение прогноза для этих трех стран обеспечило $\frac{3}{4}$ снижения среднесрочного прогноза выпуска для всей группы формирующихся и развивающихся экономик»²³.

Согласно обзору мировой экономики МВФ от октября 2013 года в Бразилии темп роста в 2012 году упал до 0,9%, прогноз на 2013 год составил 2,5%, что ниже и без того скромного уровня 2011 года (2,7%). В 2011 году темп роста экономики Китая составил 9,3%, в 2012 году он снизился до 7,7%, прогноз на 2013 год — 7,6%. Темп роста экономики Индии составил 10,5% в 2010 году и 6,3% в 2011 году, в 2012 году он упал до 3,2%, прогноз на 2013 год — 3,8%. Темп роста России в 2011 году составил 4,3%, в 2012 году — 3,4%, прогноз на 2013 год — 1,5%. В Южной Африке темп роста в 2010 году составил 10,5%, в 2011 году — 3,5%, в 2012 году — 2,5%, прогноз на 2013 год — 2%. Таким образом, произошло сильное торможение, и лишь экономика Китая продолжает быстро расти²⁴.

Теперь посмотрим на общую картину замедления. В 2011 году формирующиеся экономики выросли на 6,2%. В 2012 году темп роста снизился до 4,9%, прогноз на 2013 год — 4,5%. Темп роста развивающихся экономик Азии в 2011 году составил 7,8% процента, в 2012 году — 6,4% при прогнозе на 2013 год в 6,3%. Экономики стран Латинской Америки и Карибского бассейна в 2011 году выросли на 4,6%, в 2012 году — на 2,9% при про-

23. См.: IMF, *World Economic Outlook*, October 2013, p. 11.

24. Эти данные взяты из базы данных МВФ *World Economy Database*, April 2013.

гнозе на 2013 год в 2,7%. Экономики стран Центральной и Восточной Европы выросли в 2011 году на 5,4%, в 2012 году — на 1,4% при прогнозе на 2013 год в 2,3%. В странах СНГ в 2011 и 2012 годах темп роста составил соответственно 4,8 и 3,4%, прогноз на 2013 год — 2,1%. В странах Африки южнее Сахары замедление не было столь серьезным: в 2011 году темп роста составил 5,5%, в 2012 году — 4,9%, прогноз на 2013 год — 5%.

В целом, согласно данным МВФ, после 2011 года замедление роста испытали 80% стран с формирующейся экономикой²⁵. Эксперты МВФ пришли к выводу, что это замедление имеет не только циклические, но и структурные черты: циклическая составляющая связана с тем, что восстановление после 2009 года во многих формирующихся экономиках шло слишком быстро и не могло продолжаться долго; структурная составляющая объясняется тем, что прежние источники стремительного роста в большинстве стран оказались исчерпаны. Попутные ветра былых времен — бум цен на сырье, быстрый рост торговли и легкий доступ к финансированию — теперь превратились в ветра встречные. Однако многие страны страдали от более фундаментальных структурных дефектов экономики, негативный эффект которых усилился при неблагоприятной внешней обстановке: низкое качество рабочей силы, старение населения, замедление роста производительности труда и усиление дисбаланса во внешних расчетах. Чтобы поддерживать высокие темпы роста, требуются постоянные реформы. Без них источники стремительного роста иссякают. Возможно, это и есть главное объяснение наблюдаемой нами картины²⁶.

Как справиться с неизбежным замедлением Китая

Формирующимся экономикам угрожает не только изменение баланса глобальной торговли. Им также предстоит приспособиться к предстоящему сильному замед-

25. IMF, 'Emerging Markets: Where Are They and Where Are They Headed?', October 2013, unpublished.

26. См. David Lipton, 'Emerging Markets in Transition', 8 October 2013, <http://www.imf.org/external/np/msc/2013/am/lipton.pdf>.

лению китайской экономики. Именно благополучие Китая обеспечило столь быстрое восстановление формирующихся экономик после кризиса (см. рис. 20). Китай — не просто вторая по величине экономика в мире, но и намного более крупная экономика, чем Бразилия, Индия и Россия вместе взятые. Еще это крупнейший в мире потребитель сырьевых товаров. Стремительный рост экономики Китая облегчил выход из кризиса не только самому Китаю, но и остальному миру.

Особенно важен тот факт, что после 2007 года рост Китая определяется внутренним, а не внешним спросом. В 2000–2007 годах, напротив, важнейшим источником спроса для Китая был чистый экспорт: его доля в ВВП Китая увеличилась с 2,1% в 2001 году до беспрецедентных 8,8% в 2007 году. К этому моменту Китай намного обогнал все прочие страны по размеру положительных сальдо торгового баланса и счета текущих операций.

Кризис, снизивший спрос на продукцию экспортно ориентированных производств, лишил китайскую экономику стимула для роста, и китайские власти это сразу же поняли. Чем они заменили экспорт? Их решением стали масштабные инвестиции и поддержка кредитования, в результате чего доля валовых инвестиций составила почти 50% ВВП. В то же время в 2007–2012 годах доля частного потребления в ВВП оставалась в районе 35%, что крайне мало по меркам всех остальных стран. К счастью для Китая, всплеск инвестиций полностью перекрыл негативный эффект, который оказало на его экономику снижение экспорта, особенно сильное в 2009 году. Затем доля инвестиций в спросе упала, как и сами темпы экономического роста (см. рис. 26).

Чрезвычайно высокая роль инвестиций как источника спроса в Китае не может долго сохраняться. На то есть две причины. Первая относится к долгосрочному периоду: в конечном счете цель производства — это потребление. Инвестиции — лишь промежуточный этап производства. В долгосрочном периоде нет никаких оснований для того, чтобы инвестиции росли быстрее, чем потребление. Если же это происходит, инвестиции, скорее всего, чрезмерны, в огромных масштабах возникают избыточные мощности, а экономическая отдача от инвестиций падает. Есть вторая и более крат-



РИС. 26. Вклад компонентов совокупного спроса в рост ВВП Китая (в % и процентных пунктах)

Источник: Haver Analytics.

косрочная причина: сам по себе уровень инвестиций зависит от темпов экономического роста; чем выше темпы роста экономики, тем выше будет доля инвестиций в ВВП. Замедление роста экономики Китая, которое прогнозируют все, включая правительство Китая, — ведь страна исчерпала колоссальный ресурс избыточной рабочей силы и перешла в разряд стран со средним доходом, — наверняка резко снизит потребность в инвестициях. Но вместе с тем исчезнет и важнейший источник спроса.

Источники финансовой напряженности, о которых речь шла выше, скорее всего, усилят замедление Китая. Бурное расширение кредитования в Китае в последние годы происходило благодаря ожиданиям прибылей в условиях сверхбыстрого экономического роста. Если темпы роста не оправдают ожиданий и цены на активы упадут, то значительная часть заемщиков не сможет обслуживать кредиты. Хотя китайское правительство, безусловно, сумеет справиться с любыми убытками, этот опыт научит его осмотрительней относиться к расширению кредитования в будущем. Словом, велика вероятность, что торможение китайской экономики в кратко- и среднесрочном периоде окажется сильнее



РИС. 27. Индекс реальных цен на сырьевые товары

(индекс цен на сырьевые товары в процентном отношении к индексу удельной стоимости экспорта обрабатывающей промышленности из развитых стран, декабрь 1982 = 100)

Источник: IMF и Thomson Reuters Datastream.

прогнозируемого, а последующий рост будет происходить медленнее, чем прогнозируется.

Если это произойдет, последствия почувствует не только Китай, но и вся мировая экономика. На первом плане стоит возможное снижение реальных сырьевых цен, почти десятилетие находившихся на крайне высоком уровне (см. рис. 27). Такой сценарий наверняка сильно ударит по странам — экспортерам сырья, многие из которых входят в число формирующихся и развивающихся экономик.

Глобальное исправление дисбалансов

Последний вызов, с которым сталкиваются формирующиеся экономики, — это исправление глобальных дисбалансов после кризиса. До кризиса они извлекали выгоду из сильного роста спроса в странах с высоким доходом. Сразу после кризиса им в течение какого-то времени

удавалось стимулировать внутренний спрос. Но ослабление спроса в странах с высоким доходом, скорее всего, будет постоянным, а не временным. Более того, еврозона, следуя примеру Германии, старается перейти к модели экспортно ориентированного роста. Формирующиеся экономики должны стремиться к экономическому росту на основании внутреннего спроса, а возникающий в результате дефицит текущего счета покрывать за счет малорискованных операций. Возможно, современное устройство мировой экономики не позволит успешно исправить глобальный дисбаланс. Для этого нужна еще и основательная реформа глобальных институтов, что маловероятно. К этому вопросу мы вернемся в заключении книги.

Заключение

Развивающиеся и формирующиеся экономики пережили кризис с беспрецедентной легкостью. Но теперь они стоят перед большими вызовами.

Во-первых, легкость их выхода из кризиса — это прямое следствие значительного профицита их платежного баланса, то есть именно того обстоятельства, которое затруднило выход из кризиса для многих стран с высоким доходом. Судьба многих стран Центральной и Восточной Европы, имевших перед кризисом большой дефицит текущего счета, доказывает, что твердая внешнеэкономическая позиция и впрямь стала ключевой предпосылкой устойчивости формирующихся экономик. Однако если посмотреть на базу данных МВФ, которая охватывает 151 страну, то видно, что в 97 государствах, относящихся к группе развивающихся и формирующихся экономик, в 2007–2012 годах произошел сдвиг: профициты текущего счета сократились, а дефициты выросли²⁷. Есть опасность, что в будущем многие формирующиеся и развивающиеся экономики будут становиться все более уязвимыми.

Еще один непростой вызов — возвращение к нормальному состоянию денежной политики и процентных ста-

27. Данные взяты из базы данных МВФ World Economic Outlook.

вок в странах с высоким доходом. Решение этой проблемы затрудняют события в Китае. Ежегодный рост в 10%, длившийся более 30 лет, подошел к концу. Перенести это замедление без резких рывков будет невероятно трудно, особенно стране, которая в такой колоссальной степени зависит от инвестиций в качестве источника спроса. Перекосы в финансовой сфере повышают опасность внезапного обвала инвестиций, темпов роста и платежеспособности заемщиков. Но Китай не единственная крупная формирующаяся экономика, испытывающая подобные затруднения: в Бразилии, Индии и России дела тоже обстоят гораздо хуже, чем ожидалось.

В третьей части книги я вернусь к задаче обеспечения устойчивого роста в формирующихся экономиках в условиях, когда страны с высокими доходами стремятся сдвинуть свой платежный баланс в сторону экспорта. Но прежде, во второй части книги, я обращаюсь к главному вопросу: почему вообще случилась эта череда кризисов? Действительно ли, как полагают многие, всему виной сбой в финансовой системе, или же, как я покажу ниже, это результат более глубоких процессов, а именно колоссальных сдвигов в мировой экономике?

Часть II

Сдвиги

Пролог

ПОЧЕМУ ЖЕ ведущие мировые экономики угодили в такую передрыгу? Отчасти ответ в том, что руководящие круги не верили, что угодить в нее в принципе возможно. Под «руководящими кругами» я подразумеваю не только ответственных за экономическую политику. Также к ним нужно отнести тех, кто управляет финансовыми институтами, и тех, кто формулирует концепции управления ими. Но эти ошибки не были случайными. Их вызвали стимулы, которыми руководствовались лица, ответственные за проведение экономической политики: они надеялись на лучшее и закрывали глаза на худшие исходы. Такую систему стимулов я называю «рациональной беспечностью». Эта беспечность ощущалась на многих уровнях, распространяясь от тех, кто вырабатывал экономическую политику, к регуляторам, а от регуляторов — к тем, кто управлял финансовыми институтами, работал в них или влиял на методы их работы (это прежде всего внешние инвесторы и, что немаловажно, экономисты). Люди не осознавали рисков отчасти потому, что действительно не могли их понять, а отчасти — потому что не хотели их понимать.

Но проблема не только в сбоях финансовой системы, сколь бы важными они ни были. В мире образовались значительные макроэкономические дисбалансы, и их формой выражения стали огромные нетто-потоки сбережений между странами. Некоторые уверены, что это всего лишь результат кредитного бума, вызванного ошибочной денежной политикой. Но они путают симптом с причиной. Подлинная причина — это образо-

вание глобального избытка сбережений (или, что то же самое, глобальной нехватки инвестиций). В ответ руководство ряда стран с высоким доходом предпочло не пресекать (или даже поощряло) чреватый крахом бум кредитования, который в конце концов привел к целой серии кризисов в глобальном и европейском масштабе. Еврозона своим появлением хотя и усугубила финансовый и экономический кризис, но не являлась его первопричиной: она породила беспочвенную самоуверенность в докризисный период, а также устранила определенные механизмы корректировки, которые могли бы сработать после кризиса.

Когда начался финансовый кризис, проблема глобального избытка сбережений значительно обострилась, поскольку уровень инвестиций упал, и недавним заемщикам пришлось сберегать; об этом свидетельствует тот простой факт, что краткосрочные процентные ставки в развитых странах достигли «нулевой нижней границы», а долгосрочные реальные процентные ставки приблизились к нулю или даже стали отрицательными. И такая ситуация возникла несмотря на то, что государственный сектор принялся активно сокращать сбережения (то есть ежегодно инвестировал больше, чем накапливал сбережений). Если бы государство этого не делало, в странах с высоким доходом наверняка началась бы депрессия. Причиной этого второго и более жесткого проявления глобального избытка сбережений стали непосильные для экономики платежные балансы, возникшие вследствие неадекватной экономической политики в ответ на первые симптомы избытка сбережений: власти предпочли не препятствовать либо даже поощряли кредитный бум. Положение усугубилось из-за структурного избытка сбережений в корпоративном секторе ведущих стран.

Все это означает, что вернуться от кризиса обратно к здоровому состоянию финансов государствам будет труднее, чем полагают многие. Этот кризис является результатом не только легко исправимых недостатков финансового сектора, о которых речь пойдет в главе 4. Также он результат сбоев в работе глобальной экономической системы, обсуждению которых посвящена глава 5. Более того, обе проблемы вызваны фундаменталь-

ными сдвигами в мировой экономике. Самое главное в нашем рассказе — взаимосвязь этих сдвигов с финансовыми и экономическими шоками.

Можно выделить три крупных сдвига. Первый — либерализация, в основе которой полное доверие силам рынка, утвердившееся почти во всей мировой экономике и особенно в финансовом секторе. Второй сдвиг — технологический, в частности, информационная и телекоммуникационная революция, которая дала мощный толчок взаимной интеграции экономик и, опять же, в особенности финансовых рынков. Третий сдвиг — старение населения, изменившее баланс между сбережениями и инвестициями в ряде стран с высоким доходом.

Эти скрытые силы — великие сдвиги нашей эпохи — сделали возможными или непосредственно вызвали целый ряд дальнейших значимых изменений. Среди основных следует назвать глобализацию мировой экономики; резкий рост неравенства в большинстве стран¹; присоединение к мировой экономической системе гигантских формирующихся экономик, в первую очередь Китая; дальнейшее развитие освобожденной от жесткого регулирования и инновационной глобальной финансовой системы (речь о ней пойдет в главе 4); резкое усиление нетто-потоков капитала между странами (см. главу 5).

Словом, наш мир проходит этап исторических перемен на пути к более рыночной, ориентированной на финансовые результаты и глобализованной мировой экономике. Этот новый мир создает условия для значительного роста неравенства в большинстве стран, в особенности в США. Этот мир недавно пережил стремительную смену относительного веса экономик разных стран и перемену направлений и объемов международных потоков капитала. Этот мир испытал резкие снижения темпов инфляции. Кроме того, как показывает практика, этот мир оказался весьма предрасположен к кризисам. Как все это произошло, и есть главная тема двух следующих глав.

1. См. Robert H. Frank and Philip J. Cook, *The Winner-Take-All Society: Why the Few at the Top Get So Much More than the Rest of Us* (London and New York: Penguin, 1996).

ГЛАВА 4

Как финансовый мир дал трещину

На данном этапе проблемы сектора высокорискового кредитования не могут серьезно угрожать экономике в целом или финансовой системе.

Бен Бернанке, 5 июня 2007¹

Когда музыка замолкнет, то есть начнутся проблемы с ликвидностью, спокойное время кончится. Но пока музыка играет, нужно вставать и танцевать. И пока мы танцуем.

*Чарльз «Чак» Принс,
бывший председатель
и исполнительный директор Citigroup,
9 июля 2007 года,
Financial Times²*

Только отлив покажет, кто плавал нагишом.

Уоррен Баффетт³

Говоря по-простому, эта блистательная новая финансовая система, со всеми ее великолепными специалистами и щедрыми вознаграждениями, провалила испытание рынком.

Пол Волкер, 2008⁴

САМОЕ поразительное в ставшей знаменитой реплике Чака Смита — человека, который привел *Citigroup* к катастрофе, состоит в том, что он предвидел возможные события, однако считал, что не может

-
1. Ben Bernanke, 'The Housing Market and Subprime Lending', <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070605a.htm>.
 2. Michiyo Nakamoto and David Wighton, 'Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-outs' *Financial Times*, 9 July 2007, <http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html>.
 3. http://www.goodreads.com/author/quotes/756.Warren_Buffett.
 4. Paul Volcker, 'Remarks by Paul A. Volcker at a Luncheon of the Economic Club of New York', New York, 8 April 2008, http://blogs.denverpost.com/lewis/files/2008/04/volckernyeconclubspeech_04-08-2008.pdf.

ничего изменить. До того силен был прессинг со стороны акционеров и аналитиков, к которым те прислушивались, что он, видя как его лодка полным ходом идет к водопаду, даже не попытался спасти от падения одну из крупнейших, наиболее разветвленных и сложно устроенных финансовых групп в мире. Через месяц, когда лодка достигла края водопада, было уже слишком поздно. Спасать тонущую лодку пришлось государству, а капитана в наказание сбросили с корабля, что не помешало ему получить утешительный бонус в 38 млн долларов⁵.

И все же по уровню понимания рисков Принс изрядно превзошел Бена Бернанке, руководителя самых влиятельных в мире регулятора и центрального банка. Принс осознавал, насколько опасно делать то, чего от него требовали. Что же касается председателя ФРС, то даже за два месяца перед началом неожиданного для большей части мира кризиса он едва ли понимал, что ждет его самого, его учреждение и всю глобальную экономику. Если говорить прямо, он вообще мало что понимал в происходящем. То же относилось и к остальным ключевым центральным банкам, таким как Европейский центральный банк и Банк Англии. Нельзя сказать, что о перегибах в финансовом секторе не предупреждали. Но ни один из центральных банков не осознавал всего масштаба угроз, а если и осознавал, то не сигнализировал о них с достаточной настойчивостью. Центральные банки, в первую очередь ФРС, в целом справились со своей работой во время бедствия, о чем говорится в главах 1 и 2. Но они не предвидели ни природы, ни размаха грядущих затруднений. Это в полной мере относится и к Бернанке. Еще больше это относится к его предшественнику Алану Гринспену, который возглавлял ФРС в 1987–2006 годах.

Так что же вызвало столь мощный кризис и почему эту угрозу проглядели? Есть два тесно связанных ответа: сдвиги в финансовой системе и более масштабные сдвиги в социальной и экономической обстановке. Эта глава посвящена первому роду сдвигов. В следующей главе обсуждается второй.

5. Simon Bowers, 'Wall Street Banks in \$70bn Staff Payout', *The Guardian*, 17 October 2008.

Почему финансовые кризисы не ушли в историю

За время с 1934 по 2007 год, которое Гэри Гортон из Йельского университета называл «периодом спокойствия», в США случались финансовые шоки, но системных финансовых кризисов удавалось избегать, из чего политики и экономисты сделали вывод, что бедствия такого рода вовсе ушли в историю или могут случиться только в отсталых странах⁶. На первом этапе «периода спокойствия» финансы томились под пятой государства. Контроль позволял предотвращать кризисы. На втором этапе периода, начиная с 1970-х годов, финансы все больше освобождались. Именно тогда чрезмерно разрослись как вера в устойчивость финансовой системы, так и размеры последней. Царило беззаботное отношение к происходящему. В докладе МВФ о глобальной финансовой стабильности за апрель 2006 года говорилось: «Все шире признается идея о том, что банки, распределяя кредитный риск среди широкого круга разнородных кредиторов вместо складирования его на своем бухгалтерском балансе, способствовали повышению устойчивости банковской системы, в частности и финансовой системы в целом»⁷. Это примечательное своей ошибочностью суждение было проявлением надвигающейся опасности, а вовсе не содержательным анализом, доказывающим ее отсутствие. Как ни странно, летом 2005 года, накануне выхода процитированного доклада, экономический советник (главный экономист) МВФ Рагурам Раджан написал ныне оцененную по заслугам, но тогда подвергнутую жесткой критике статью «Сделало ли развитие финансов мир более рискованным?»⁸ Опережая события, он от-

6. Gary B. Gorton, *Misunderstanding Financial Crises: Why we Don't See them Coming* (Oxford: Oxford University Press, 2012), ch. 9.

7. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report*, April 2006, p. 51. См. также Adair Turner, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009, Financial Services Authority, London, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf, p. 42.

8. Raghuram Rajan, 'Has Financial Development Made the World Riskier?', August 2005, p. 313–369, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf>.

вечал: да, поскольку «технологические изменения, либерализация рынков и институциональные изменения» хотя и открывают новые возможности, но порождают новые риски, в особенности если действуют ложные стимулы⁹. Когда профессор Раджан представил эту статью на конференции ФРС в Джексон-Хоул, на него обрушился шквал критики. Коллеги по МВФ его игнорировали. Сейчас он возглавляет Резервный банк Индии, где может на практике воплощать свои идеи.

Как отмечает Алистер Милн из бизнес-школы Джона Касса при Лондонском городском университете, «финансовые рынки по своей внутренней природе нестабильны и мечутся от чрезмерного оптимизма к чрезмерному пессимизму»¹⁰. Так почему рынки нестабильны и почему эта нестабильность превращает кризисы в характерную (и часто проявляющуюся) особенность всякого нерегулируемого финансового рынка? Ответ следует из взаимосвязи между долгом, деньгами и кредитом¹¹.

Преимущество долгового финансирования по сравнению с акционерным капиталом состоит в том, что кредиторам не нужно отслеживать все ходы заемщиков, что весьма накладно. Большинство кредиторов не располагает такими ресурсами. Но узнав, что существенная доля заемщиков находится в предбанкротном или банкротном состоянии, они начинают волноваться. Если одновременно заволнуется достаточное число кредиторов, процентные ставки подскочат, а рыночная стоимость торгуемых долговых бумаг рухнет. Кредиторы начнут сокращать сроки выдаваемых ссуд. Подобные несовпадения в сроках погашения, то есть ситуация, когда пассивы имеют более короткий срок погашения, чем активы, вносят неизбежную нестабильность в финансовую деятельность.

9. Ibid., p. 359–360.

10. Alistair Milne, *The Fall of the House of Credit: What Went Wrong in Banking and What Can be Done to Repair the Damage* (Cambridge: Cambridge University Press, 2009), p. 26.

11. Схожий аргумент выдвинул Эдер Тернер в выступлении на заседании Резервного банка Южной Африки 2 ноября 2012 года. См. Turner, 'Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from Classic Economics Texts', FSA, London, November 2012, <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/1102-at.pdf>.

Чтобы еще больше снизить издержки по надзору за заемщиками, кредиторы несут свои средства в особые учреждения (банки), которые затем выдадут их в виде новых кредитов, обещая в то же время вернуть депозит по первому требованию и в сумме номинала. Так долг превращается в деньги.

Деньги являются средством платежа. Главная характеристика денег — это то, что ими можно быстро расплатиться, *что бы ни случилось*. Вот почему люди хранят деньги, соглашаясь потерять в доходности по сравнению с теми или иными активами, востребованными товарами и услугами. Но деньги требуют безопасного хранения. Люди держат деньги в банках, потому что, как правило, это безопаснее и удобнее, чем прятать их под матрасом. И дело не ограничивается тем, что люди относят деньги в банк. Как напоминает нам Милн, «посредством кредита банки создают деньги»¹². В любой относительно развитой современной экономике почти все деньги — побочный результат банковских займов, то есть кредитных операций, осуществляемых частными учреждениями. Банки же, в свою очередь, исполняя роль финансового посредника и принимая на себя риск, заняты извлечением прибыли. Во время кризиса эти учреждения неизбежно становятся наименее безопасным местом для хранения денег, а ведь именно в кризис безопасность обретает статус высшей ценности. В какой-то момент обеспокоенные люди захотят перевести сбережения в активы, которые кажутся им безопаснее и ликвиднее банковских денег, такие как золото в эпоху товарных денег или наличность и краткосрочные государственные облигации в эпоху *фиатных* (создаваемых государством, от лат. fiat — «да будет») денег. Как объясняет профессор Гортон, «финансовый кризис — это массовая вспышка спроса на наличность со стороны держателей банковского долга, иными словами, паника»¹³. В отсутствие кредитора последней инстанции опирающаяся на банки финансовая система схлопывается.

Поскольку банковская система доставляет экономике основную часть денег и кредита, ее полный крах смер-

12. Milne, *The Fall of the House of Credit*, p. 26.

13. Gorton, *Misunderstanding Financial Crises*, p. 5–6.

тельно опасен. Поскольку ни одно общество не готово мириться с разрушением банковской системы, были придуманы разнообразные способы поддержать ее работоспособность в моменты паники. В XIX веке в качестве кредитора последней инстанции был создан Банк Англии; об этом повествует в своей классической книге «Ломбард-стрит» Уолтер Бэджот, считавший такую меру целиком оправданной¹⁴. Свои способы борьбы с паникой изобрели США, где центрального банка не было до 1913 года, когда была создана Федеральная резервная система¹⁵. Самым важным механизмом стала законодательная заморозка платежей — государство разрешило банкам приостанавливать выдачу денег вкладчикам.

Задача, всегда стоящая перед экономическими властями, — как погасить панику и предупредить порождающее ее безответственное поведение, не отбивая у банков охоту брать на себя риски. Государство делает банки безопаснее; банкиры в ответ делают банковские операции рискованней. Как отмечают Пьерджорджо Алессандри и Эндрю Хэлдейн из Банка Англии, «у государства есть три проверенных временем механизма страховой защиты банковской системы: страхование ликвидности, страхование депозитов и страхование капитала»¹⁶.

Среди них старейший — страхование ликвидности: банк выступает в качестве кредитора последней инстанции, гарантируя платежеспособным банкам доступ к деньгам для выплаты вкладчикам. Страхование депозитов означает, что, даже если банк обанкротится, государство гарантирует выплату вкладов, не превышающих некоторого предустановленного порога. Стра-

14. Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market*, 1873, <http://www.gutenberg.org/ebooks/4359>.

15. С 1781 по 1836 год США предприняли три попытки создать центральный банк. В 1881 году был основан Банк Северной Америки, не имевший, однако, федеральной лицензии (чартера); в 1791–1811 годах существовал Первый банк Соединенных Штатов, а в 1816–1836 годах — Второй банк Соединенных Штатов. После того как последний из них не смог продлить свою лицензию, в США центрального банка не было до 1913 года. См. 'History of Central Banking in the United States', http://en.wikipedia.org/wiki/History_of_central_banking_in_the_United_States#Bank_of_North_America.

16. См. Piergiorgio Alessandri and Andrew Haldane, 'Banking on the State', November 2009, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historic-pubs/speeches/2009/speech409.pdf>, p. 3.

хование капитала состоит в том, что государство готово вливать капитал в банки для предотвращения неконтролируемого банкротства. Все три инструмента применялись во время недавнего кризиса. Однако оборотной стороной страхования является регулирование. Общество считает себя обязанным предоставлять страховую защиту, но стремится сдерживать распространение ее последствий. В то же время учреждения, работу которых пытаются регулировать государственные структуры, стараются избежать всяких ограничений своей возможности извлекать выгоду из предоставляемой защиты¹⁷. В ответ экономические власти стремятся проложить границу между всеобщей паникой (при которой помощь оправдана) и крахом отдельного учреждения (когда она не оправдана), то есть между общим и индивидуальным риском. Однако на практике такое различие провести затруднительно — оно проявляется только после того, как последствия краха становятся очевидны.

Финансовая система сама по себе порождает бумы и спады, и это главная причина нестабильности рыночных экономик. Ныне покойный и до недавнего времени недооцениваемый Хайман Мински, словами которого открывается эта книга, описал общие черты подобных подъемов и спадов¹⁸. Как писал Мински, «ключевая особенность нашей экономики заключается в том, что финансовую систему качает от состояния прочности к состоянию хрупкости, и эти качания — составная часть того процесса, который создает деловые циклы»¹⁹.

Мински выделял пять этапов в развитии пузыря: «структурный сдвиг» — некое иницилирующее событие, например, появление новой технологии или падение процентных ставок; «бум», когда начинается рост цен на активы; «эйфория», на волне которой инвесторы теряют голову; «фиксация прибыли» — на этом эта-

17. См., к примеру: Gretchen Morgenson and Joshua Rosner, *Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed and Corruption Led to Economic Armageddon* (New York: Times Books, 2011).

18. На языке экономической теории такие циклы называются «эндогенными» в отличие от «экзогенных».

19. Hyman Minsky, 'The Modeling of Financial Instability: An Introduction', in *Modeling and Simulation 5*, Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference, 1974, Instrument Society of America, p. 267–273.

пе наиболее здравомыслящие инвесторы начинают закрывать позиции и изымать прибыли; наконец, «панника» — цены на активы обваливаются, начинаются массовые банкротства²⁰. Под структурным сдвигом понимается событие, усиливающее оптимистические настроения, такое как инновация, или доступ к новым экономическим ресурсам, или снижение издержек финансирования. По мере развития цикла относительный объем кредита в экономике увеличивается. Благодаря этому люди могут больше занимать, обычно под залог и часто — под залог недвижимости. Заемные средства направляются на покупку активов и расходуются на инвестиции и потребление. В первом случае растут цены на активы. Во втором оживляется экономика. Оба эффекта побуждают людей занимать и тратить еще больше. Займы и расходы порождают новые займы и расходы. Пока счастливая пора продолжается, кажется, что на этот раз все обязательно будет иначе, отчасти потому, что каждый раз все действительно складывается иначе по целому ряду важных аспектов. Даже консервативным управляющим финансовых учреждений становится все труднее держаться в стороне. Чем острее конкуренция, тем сильнее давление обстоятельств, вынуждающее принять участие в том, что Принс назвал «танцами». «Участвовать сейчас и, может быть, погибнуть завтра» или «погибнуть сейчас» — таковы альтернативы. С одной стороны, люди, работающие в финансовых учреждениях, обладают наибольшей осведомленностью о происходящем буме, а с другой — делают на него наибольшую ставку.

Но всему есть естественный предел²¹. В конечном счете пузырь перестает расти. Когда покупатели больше не могут занимать, цены перестают расти. Лишь краткий миг отделяет момент, когда цены перестали расти,

20. John Cassidy, 'The Minsky Moment', *The New Yorker*, 4 February 2008, www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy. См. также: 'Five Steps of a Bubble', Investopedia, 2 June 2010, <http://www.investopedia.com/articles/stocks/10/5-steps-of-a-bubble.asp>.

21. В оригинале: *trees do not reach the sky* (англ.), буквально — «деревья не вырастают до неба». Эта поговорка вошла в фольклор американских биржевиков и означает, что «медвежий» рынок не может продолжаться бесконечно и в конце концов превращается в «бычий». — *Примеч. пер.*

от момента, когда они начинают падать: и вот уже никто не хочет держать активы, которые никто не хочет покупать. Наступает «момент Мински»; этот термин придумал Пол Маккалли, бывший глава компании *PIMCO*. Как только приток «новых простаков» прекращается, те, кто до этого занимал в надежде на будущий рост цен, будут вынуждены продавать, а учреждения, кредитовавшие их, захотят вернуть свои деньги; те, кто одалживал свои деньги этим учреждениям, тоже захотят вернуть их. Все это провоцирует панику, системный кризис и рецессию. Финансовый сектор и экономика терпят крушение. Цикл Мински завершен.

Аферы — обязательный компонент хрупкого устройства финансового сектора. Осуществляя финансовые транзакции, агенты оперируют множеством разнообразных финансовых инструментов, характеристики которых полностью становятся известны лишь по прошествии длительного времени. Возникает большой простор для злоупотреблений. В благополучный период цикла Мински, когда люди с легкостью верят любым обещаниям, злоупотребления множатся, хотя и скрываются от глаз. В период спада, когда люди устремляются за своими деньгами, злоупотребления становятся заметны. Эту закономерность выразил Джон Кеннет Гэлбрейт с помощью понятия «величина растрат» (*bezzle*), введенного им в поздней работе о биржевом крахе 1929 года.

В период подъема экономики люди теряют бдительность, больше доверяют друг другу, а в обращении находится большая денежная масса. Но даже в условиях избытка денег всегда находятся люди, которым хочется иметь их еще больше. В этих обстоятельствах количество злоупотреблений (*embezzlement*) растет, а процент их обнаружения снижается. Во времена депрессии ситуация совершенно противоположна. Люди пристально следят за своими деньгами и заранее подозревают в нечестности человека, которому они их доверили, пока он не докажет обратного. Значительно улучшается общая мораль бизнеса. Размер растрат (*bezzle*) снижается²².

22. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash of 1929* (Boston and New York: Mariner, 1997) p. 133; Джон Кеннет Гэлбрейт, *Великий крах 1929 года* (Минск: Попурри, 2009), с. 179.

Но хотя финансовые аферы и сопровождают подъем, *не они* его порождают. И хотя обнаружение этих махинаций сопровождается крах, вызывая гнев у всего общества, оно также *не является* его причиной. Аферы следует рассматривать в качестве обстоятельства, усугубляющего хрупкость финансовой конструкции, основанной на доверии и поэтому страдающей от крайних проявлений как доверия, так и недоверия. В такой системе всегда находится место для беспринципных дельцов, и, опять же, во время подъема регуляторы особенно склонны закрывать на них глаза. Последний цикл подъема и спада — не исключение.

Как отмечают Бетани Маклин и Джо Ночера в книге «И дьяволы все тут» применительно к компании *Ameriquist*, одному из самых печально известных операторов субстандартной ипотеки, «махинации были повседневной практикой. «Не проходило и дня, чтобы не появился какой-нибудь заемщик с фальшивой справкой о доходах», — рассказывает кредитный эксперт Марк Бомчилл»²³. Но и это еще не *все*. Гораздо больший урон, чем нелегальные махинации, всегда сопровождающие кредитные подъемы, нанесли легальные формы деятельности: NINJA-кредиты (не требующие подтверждения уровня дохода, наличия работы и владения активами)²⁴; право составлять из этих кредитов сложные продукты, многим из которых рейтинговые агентства присваивали рейтинг AAA; возможность хранить такие активы на забалансовых счетах; право продавать эти сложные продукты по всему миру; возможность продолжать операции, имея кредитный рычаг пятьдесят к одному.

Таким образом, кризис возникает как результат взаимодействия финансовой системы и человеческой природы. Конструкция системы всегда хрупкая. В отдельные моменты хрупкость достигает предела. Как раз такой момент и наступил недавно.

23. См.: Bethany McLean and Joe Nocera, *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis* (London: Penguin, 2010), p. 129.

24. Термин NINJA-кредит был введен Чарлзом Р. Моррисом. Он происходит от термина NINA-кредит (no-income, no-asset; не требуется подтверждение дохода и владения активами), применяемого в ипотечной отрасли США. См.: Charles R. Morris, *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers and the Great Credit Crash* (Philadelphia: Public Affairs, 2008).

Сдвиг в сторону хрупкости²⁵

Исключительность недавних кризисов в США и Великобритании — странах, где расположены два главных мировых финансовых центра, — состоит в том, что им предшествовал исключительно долгий подъем, а опыт прошлых больших крахов успел совершенно стереться из памяти. В США последний по-настоящему системный кризис произошел в начале 1930-х годов. В Великобритании, по всей видимости, — вообще в 1866 году. Жажда жизни всегда была и будет и поэтому не может объяснить масштабность этого кризиса. Но тот факт, что последние серьезные кризисы в США и Великобритании были так давно, помогает понять, почему этот кризис оказался таким глубоким. Забвение прошлых ошибок способствует излишней беспечности. Но мнимое впечатление благополучия также подкрепляли особенности развития финансовой системы в пяти основных аспектах: либерализация, глобализация, инновации в финансовой системе, рост финансового рычага и формирование ложной системы стимулов.

Либерализация

Самая важная из причин завершения того, что Гортон называет «периодом спокойствия», — либерализация финансового сектора, которая, в свою очередь, была частью более общего движения в сторону свободных рынков, вкратце рассмотренного во введении. Это движение было одним из главных, а возможно, и самым главным сдвигом в обществе, экономике, политике и мировоззрении за последние 40 лет. Кризис после 2007 года хотя и помешал ему, но не остановил.

В сфере политики этот сдвиг связан с именами Рональда Рейгана и Маргарет Тэтчер, президента США и премьер-министра Великобритании в 1980-х годах; впрочем, наши потомки скорее вспомнят имя Дэна Сяо-

25. Гораздо полнее эти темы рассмотрены в: Alan Blinder, *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead* (London: Penguin, 2013), Pt. II.

пина, который руководил Китаем с 1978 года и провозгласил политику «рыночных реформ и внешней открытости», приведшую к глубочайшим преобразованиям как в Китае, так и во всем мире. С исторической точки зрения этот сдвиг также связан с распадом Советского Союза и советской империи в Центральной и Восточной Европе, а также крахом традиции левой революционной политики, тянущейся со времен Великой французской революции, произошедшей двумя столетиями ранее. С точки зрения истории экономической мысли этот сдвиг связан с упадком веры в кейнсианство (и влияния идей Кейнса) и ростом веры в монетаризм и свободный рынок (и соответственно усилением влияния идей Милтона Фридмана и Фридриха Хайека, лауреатов Нобелевской премии). На еще более глубинном уровне этот сдвиг отражает усиление индивидуализма и веры в автономную и самодостаточную личность в противоположность коллективизму и ценностям общественной солидарности, развивавшимся в XIX — начале XX века с появлением промышленного рабочего класса, а затем — под влиянием мировых войн и Великой депрессии.

После того как в сознании произошел общий сдвиг и доверие к рынкам возросло, а к правительству — снизилось, появление свободных финансовых рынков было неизбежно. В действительности это всего лишь две стороны одной медали. Если доверить распределение ресурсов правительству нельзя, это должны делать рынки. Логика безукоризненная. К тому же за долгие годы финансового спокойствия западный мир основательно позабыл ужас перед финансовой нестабильностью, появившийся в 1930-х годах. В то же время появились экономические теории, которые доказывали, что рынок способен оптимальным образом распределять ресурсы. Например, мы помним взлет популярности гипотезы эффективных рынков, связанной с именем нобелевского лауреата Юджина Фамы, экономиста из Чикагского университета, а также принципа максимизации акционерной стоимости, связанного с именем Майкла Дженсена из Гарвардского университета. К теоретическим аргументам в пользу финансовой либерализации добавились практические доводы против регулирования. Выяснилось, что чем дальше, тем труднее обес-

печивать соблюдение норм регулирования, поскольку финансовые агенты все чаще их обходят. Ситуацию значительно усугубляло то, что в 1950–1960-х годах экономические системы уже порядком продвинулись на пути к большей открытости и ориентации на рынок. В 1980-е и 1990-е годы росла уверенность в необходимости отмены регулирования и укреплялась идеология *laissez-faire*. Убеждение, что рынки знают все, а регуляторы — почти ничего, превратилось в аксиому. Этот культурный контекст повлиял на развитие финансового сектора больше, чем практики регулирования в какой-либо отдельной сфере. И, как следствие, финансовая деятельность стала главным сектором экономики, финансисты получали небывало высокие вознаграждения, а наиболее успешных дельцов почитали как героев.

Глобализация

Вторым процессом преобразований была глобализация, являющаяся естественным спутником либерализации. В свою очередь, глобализация финансов стала естественным спутником глобализации экономики. Большие финансовые кризисы почти всегда носят международный характер, в основном потому, что одни и те же обстоятельства воздействуют сразу на несколько стран. В равной степени эта черта присуща и кризисам, происходившим после 2007 года. Но хрупкость не признает границ еще и в силу микроэкономических причин. В нашем случае на то было три причины.

Во-первых, финансирование стало глобальным. Особенно это верно в отношении оптового финансирования. Процессы, происходившие в США, следующим образом описываются в обзоре *The Turner Review* от 2009 года:

Импорт капитала в Великобританию, с помощью которого финансировался стремительный рост кредита, отчасти происходил в форме покупки иностранцами выпущенных в Великобритании ценных бумаг, в особенности розничных ценных бумаг, обеспеченных ипотечными закладными. До 2000 года ипотечный рынок Великобритании, в отличие от США, мало зависел от ипотечных ценных бумаг, однако к 2007 году уже 18% ипотечных кредитов финансировались за счет секьюритизации... В то же время в Великобритании стремительно росли ипотечные кредиты, находящиеся

на балансе банков, — банки наращивали кредитную базу быстрее, чем базу депозитов, все больше полагаясь на оптовые источники финансирования. На уровне экономики в целом это вызвало существенный рост финансирования зарубежными банками дефицита текущего счета Великобритании.

Отличительной чертой британской банковской системы в преддверии кризиса, таким образом, был стремительный рост нескольких специализированных банков — *Northern Rock*, *Bradford & Bingley*, *Alliance and Leicester* и *HBOS* — все больше зависевших от постоянного доступа к крупномасштабному межбанковскому финансированию и/или возможности без перебоев секьюритизировать стремительно накапливаемые кредитные активы, а затем продавать их на рынке, в особенности на рынке ипотечных бумаг²⁶.

Во-вторых, банковские операции стали глобальными. Это касалось целого множества стран и институтов, но в самой резкой форме это было выражено в Великобритании. Отношение совокупного баланса британской банковской системы к ВВП увеличилось с 50% в 1970 году до немногим более 200% в конце 1980-х годов и более чем 500% ВВП накануне кризиса 2007 года²⁷. Отчасти это отражало рост долга в британской экономике, в особенности долга домохозяйств по ипотеке. Однако консолидированная задолженность банков Великобритании перед иностранным капиталом также выросла с конца 1990-х по 2008 год с менее чем 500 млрд долл. до 4 трлн долл., или на 150% ВВП²⁸. Отчасти этот рост объясняется возросшей торговой активностью, отчасти — сделками по слиянию, в первую очередь поглощением в 2007 году голландской банковской группы *ABN AMRO* со стороны *Royal Bank of Scotland*. Бен Броудбент, член британского комитета по денежной политике, в 2012 году отмечал, что «крупнейшие британские банки потеряли по ипотечным кредитам, выданным вне Великобритании, почти в 15 раз больше, чем по ипотеке, выданной на внутреннем рынке. В совокупности почти три четверти их потерь отражались на балансах под-

26. Turner, *The Turner Review*, p. 32–35.

27. Haldane, Brennan and Madouros, 'What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?', Figure 19.

28. См.: Independent Commission on Banking, Fig. 5.5: Ben Broadbent, 'Deleveraging', 15 March 2012, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech553.pdf>, Figure 3.

разделений, расположенных вне Великобритании»²⁹. Это и есть результат глобальности операций.

Но также это результат третьего обстоятельства: сами активы приобретали новую глобальную форму. Таким образом, не только банки, но и другие типы инвесторов становились держателями токсичных активов, выпущенных на базе модели «эмитируй и распределяй», которая в США перед кризисом вытеснила прежнюю модель «выдай и держи». По замыслу новой модели финансовые институты выдавали займы, а затем, перемешивая и группируя их в сложносоставные ценные бумаги, продавали внешним инвесторам, вместо того чтобы, как раньше, выдав кредит, держать его на собственном балансе. Как мы уже видели, столь широкое распределение активов обосновывалось тем, что в конце концов они попадут в руки людей, лучше всего понимающих риски. На деле же чаще всего они попадали в руки тем, кто в рисках разбирался хуже всего (см. главу 2). Проблема асимметричной информации встала в полный рост. Дело в том, что зачастую продавцы бумаг, полнее осведомленные об их качестве, делали упор на возможный рост стоимости сложносоставных продуктов, но по-малкивали о возможных рисках снижения их стоимости. Отчасти дело было в том, что сочетание тяги к наживе и невежества — непреходящее свойство покупателей на финансовых рынках. Конечно, тут было и преимущество: чем шире был круг инвесторов, среди которых распределялись риски проблемных активов, тем легче им было перенести возможные убытки. Недостаток же состоял в том, что паника охватила гораздо более многочисленную группу институтов и стран, чем можно было представить ранее. Кроме того, как показал в своей основополагающей статье Джордж Акерлоф, нобелевский лауреат из Калифорнийского университета в Беркли, как только покупатели осознают, что продавцы лучше них осведомлены о качестве продаваемого продукта, рынок может полностью исчезнуть³⁰. Именно это и произошло с рынком сложных структурированных бумаг.

29. Broadbent, 'Deleveraging', p. 4.

30. George Akerlof, 'The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3 (1970), p. 488–500.

Инновации

Третья причина, из-за которой хрупкость финансовой системы достигла такой степени, связана с рядом нововведений в интеллектуальной и организационной сферах. Инновации обычно усиливают неустойчивость, поскольку неизвестное всегда вносит путаницу. Инновации преобразили способы работы финансовой системы: она превратилась в круглосуточную и всемирную ярмарку, где продаются все более сложные продукты. Предпосылкой для этих инноваций явилась революция в области информационных и телекоммуникационных технологий.

По-видимому, главной сферой инноваций стало ценообразование на производные финансовые инструменты, где появились математически строгие и якобы безупречные методы оценки стоимости активов³¹. Здесь следует отметить, что Нассим Талеб, известный своей концепцией «черного лебедя» (редкое, непрогнозируемое явление), считает теорию ценообразования на деривативы интеллектуальной фальшивкой³². И все-таки, благодаря увеличению вычислительных мощностей, эта теоретическая инновация завоевала практически всеобщее одобрение и дала мощный импульс бурной торговле новыми, все более замысловатыми активами, такими как печально известные бумаги, обеспеченные долговыми обязательствами (collateralized debt obligations, CDOs), синтетические CDO и «CDO в квадрате», которые и спровоцировали финансовый кризис 2007–2008 годов. (Подробнее об этих инструментах см. ниже.) По данным Банка международных расчетов, с июня 1998 года по июнь 2008 года непогашенная но-

31. Производные инструменты фондового рынка включают множество разного рода финансовых соглашений, в том числе структурные долговые облигации, свопы, фьючерсы, опционы, нэпы, флоры, доллары, форварды и различные комбинации перечисленных инструментов. См. [http://en.wikipedia.org/wiki/Derivative_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Derivative_(finance)).

32. См.: Nassim Nicholas Taleb, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and the Markets* (London: Penguin, 2004); Нассим Николас Талеб, *Одуряченные случайностью, О скрытой роли шанса в бизнесе и в жизни* (М.: Манн, Иванов и Фербер, 2011).

минальная стоимость деривативов, торгуемых вне биржи, увеличилась с 72 трлн долларов до астрономической суммы 673 трлн долларов (на этом рост прекратился), что соответствовало почти одиннадцати величинам мирового валового продукта. Рыночная стоимость подобных деривативов, конечно, намного меньше номинальной, потому что дериватив — это не прямой, а опосредованный титул собственности на актив³³. Эта разница между рыночной и номинальной стоимостью на актив сама по себе не означает ничего противоестественного или противозаконного. Но даже рыночная стоимость деривативов к декабрю 2008 года возросла с 2,6 трлн долларов до 35,3 трлн долларов, что составляет более половины мирового ВВП³⁴. Рынок деривативов стал очень крупным.

Вместе с новыми видами инструментов появились и организационные нововведения. По большей части, хотя и не целиком, они охватываются термином «теневая банковская система». Пол Маккалли, автор этого термина, дал ему следующее определение: «грандиозное нагромождение аббревиатур, обозначающих небанковские инвестиционные потоки, инструменты и структуры»³⁵. Новая система в корне преобразила финансовые отношения. Она создала параллельную финансовую систему, выполнявшую функции традиционных банков. Но лишь немногие понимали, что она уязвима перед теми же рисками, что и традиционная банковская система, но лишена защиты в виде кредитора последней инстанции и компетентных регулирующих органов. Ситуацию усугублял тот факт, что традиционные банки тоже

33. Так, стоимость исполнения опциона на покупку акции ценой в 100 долл. равна нулю, если цена акции не превышает 100 долл., и равна всего 10 долл., если цена акции равна 110 долл. Однако временная стоимость опциона, срок исполнения которого еще не наступил, будет положительной, даже если его стоимость исполнения равна нулю. Дело в том, что опцион страхует инвестора на случай повышения цены акции выше 100 долл. до момента его истечения.

34. См. данные <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

35. См.: 'Shadow Banking System', http://en.wikipedia.org/wiki/Shadow_banking_system#cite_note-22. Определение теневой банковской системы см. в: Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky, 'Shadow Banking', Staff Report No. 458, July 2010, revised February 2012, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.html, особенно с. 26.

составляли важную часть теневой банковской системы: они эмитировали комплексные ценные бумаги, торговали ими и выступали заемщиками на рынках краткосрочного, обеспеченного долговыми бумагами финансирования, что стало для многих крупных инвесторов заменой привычных банковских депозитов.

Как часто бывает с революционными новшествами, теневая банковская система большинству людей была непонятна. Она породила новые формы недепозитных денежных эквивалентов, в первую очередь паевые доли в фондах денежного рынка, которые преимущественно покупали домохозяйства и через которые финансировались предположительно безопасные краткосрочные обязательства, а также контракты РЕПО (соглашения об обратном выкупе активов) — вид секьюритизированного кредита, который корпоративные фонды предоставляют инвестиционным банкам, а также инвестиционно-банковским подразделениям универсальных банков, то есть банков, оказывающих инвестиционно-банковские услуги наравне с розничными³⁶. Благодаря появлению новых инструментов компаниям стало проще выпустить коммерческий вексель, чем взять обычный банковский кредит. В этой новой системе место традиционных кредитов заняли торгуемые на рынке ценные бумаги, обеспеченные залогом, а также бумаги CDO (обеспеченные активами ценные бумаги, выплаты по которым осуществляются в виде «траншей», то есть разбитые на очереди; выплаты по бумагам с самым высоким рейтингом происходят в первую очередь, по бумагам с самым низким рейтингом — в последнюю очередь или не происходят вовсе). Появились специальные инструменты для страхования подобных активов, известные как кредитно-дефолтные свопы; их часто рассматривали как полноценную замену собственному капиталу, требования к которому устанавливают регуляторы, хотя на самом деле эти бумаги ни в коей мере не повышали капитализацию системы. Стерлись границы между обслуживанием розничных и корпоративных клиентов. Между

36. РЕПО — это соглашение о продаже и дальнейшем обратном выкупе актива, где разница в цене отражает процентную ставку. См. http://en.wikipedia.org/wiki/Repurchase_agreement.

финансовыми институтами установились тесные и непрозрачные связи — как вертикальные, так и горизонтальные, заместив принцип вертикальной интеграции функциональных подразделений, присущий традиционным банкам. Чрезвычайно обострилась конкуренция в финансовом секторе. И не в последнюю очередь благодаря этим системным изменениям произошел громадный рост кредита и долга — как в США, так и в других странах (см. рис. 5)³⁷.

Рост долга внутри финансовой системы имел особенно важные последствия: если раньше долговые обязательства не выходили за пределы вертикально-интегрированных институтов, таких как розничные банки или ипотечные агентства, то теперь долг распределялся по всей цепи рыночных отношений между независимыми игроками. Это изменение отражало, пожалуй, самую поразительную черту новой финансовой системы — ее сложность. Общий долг американской финансовой системы (его существенную долю составляли ссуды одних финансовых институтов другим) вырос с 20% ВВП в 1979 году до 120% в 2008 году. В Великобритании общий долг финансовой системы к 2007 году вырос до двух с половиной ВВП³⁸.

Согласно официальному отчету комиссии Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса «за последние тридцать с лишним лет мы допустили появление и рост теневой банковской системы — непрозрачной и перегруженной краткосрочным долгом, размер которой соперничает с традиционной банковской

37. Новой финансовой системе посвящена обширная литература. В общих чертах она рассматривается в Adair Turner, *The Turner Review*, Section 1.1. Еще более важный источник — *Financial Crisis Inquiry Report*, выпущенный Национальной комиссией по расследованию причин финансового и экономического кризиса в США, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, January 2011, особенно гл. 2. Серьезные и необычные проблемы, вызываемые множеством сетевых связей и взаимодействий в основанной на рыночном финансировании финансовой системе, рассматриваются в Andrew Haldane, 'Rethinking the Financial Network', Bank of England, April 2009, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/documents/historicpubs/speeches/2009/speech386.pdf>. О пагубных стимулах, порождаемых новой финансовой системой, доходчиво сказано в: McLean and Nocera, *All the Devils are Here*.

38. См.: Turner, *The Turner Review*, Exhibit 1.10, p. 18.

системой»³⁹. В 1980 году эти новые структуры были едва заметны, но к 2007 году размер активов теневой банковской системы достиг почти 13 трлн долларов, то есть примерно 90% ВВП США. В начале 2000-х годов теневая банковская система стала больше традиционной системы и даже после 2008 года не уступила завоеванных позиций, хотя существенно расширилась и традиционная система⁴⁰.

Что самое примечательное, новая, основанная на рыночных механизмах система имела то же слабое место, что и традиционная банковская система, а именно — несоответствие в сроках погашения и рискованности активов и пассивов, которые еще и усугублялись из-за непрозрачности и сложности взаимосвязей. В отличие от традиционной банковской системы, с которой экономические власти были хорошо знакомы, они не могли надежно застраховать на случай серьезного кризиса новую систему, где обращались громадные ликвидные обязательства. По словам Перри Мерлинга из Колумбийского университета, автора одного из самых взвешенных исследований на тему кризиса, «под откос пошли не только теневые банки, но, что гораздо важнее, вся кредитная система, построенная на рынке капитала, и мы обязаны разобраться в причинах этой катастрофы, если хотим, чтобы система вновь заработала и на этот раз — на более надежном основании. Финансовый кризис — это кризис не только субстандартной ипотеки и даже не только теневой банковской системы. Это кризис всей системы кредитования, основанной на привлечении средств на рынке капитала, созданной нами после 1970 года»⁴¹.

В плане уязвимости к случаям ажиотажного спроса принципиально важным моментом в этой новой систе-

39. См.: *Financial Crisis Inquiry Report*, p. xx. Теневые банковские операции, согласно определению, включают куплю-продажу коммерческих краткосрочных векселей и других форм краткосрочных долговых бумаг (банковских акцептов), сделки РЕПО, кредиты под залог ценных бумаг, операции с обязательствами эмитентов обеспеченных залогом инструментов, а также с активами взаимных фондов денежного рынка.

40. Ibid., Fig. 2.1, p. 32.

41. Perry Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2011), p. 123.

ме было появление новой формы кредитных денег. Отчет МВФ 2012 года так подытоживает случившееся:

В последние десятилетия, с развитием секьюритизации и электронных методов торговли и взаиморасчетов, стало возможным значительное расширение разнообразия активов, которые непосредственно, в качестве обеспечения, превращаются в ликвидность или денежные эквиваленты. Расширению перечня активов, подлежащих секьюритизации, отчасти способствовал рост теневой финансовой системы, во многом остававшейся вне сферы регулирования, и появление доступа к недепозитным источникам финансирования⁴².

В данном случае настал момент, когда в дело вмешались центральные банки. Однако, по сути, события развивались по вполне привычному сценарию: доведенные до крайности финансовые инновации наряду с низким качеством управления рисками произвели панику, которая вызвала кризис ликвидности. И, как уже говорилось в первой части книги, рынки замерли.

Финансовый рычаг

Четвертый фактор увеличения хрупкости, важность которого подчеркивают профессора Анат Адманти из Стэнфордского университета и Мартин Хеллwig из Института исследований коллективных благ при Обществе Макса Планка в замечательной книге «Новое платье банкира», — беспрецедентный рост финансового рычага (под рычагом понимаются такие способы финансирования инвестиций, которые многократно увеличивают как доход инвестора в случае хорошего исхода, так и его потери в случае плохого исхода)⁴³. Повышение финансового рычага происходило по трем направлениям: среди заемщиков в нефинансовом секторе, таких как покупатели жилья, которые занимали больше стоимости недвижимости; в новых финансовых инструментах, особенно в производных; и внутри самого финансового сектора,

42. См.: Manmohan Singh and Peter Stella, 'Money and Collateral', WP/12/95, International Monetary Fund, April 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1295.pdf>, p. 3.

43. Anat Admati and Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013), особенно ч. 2 и 3.

где финансовый рычаг некоторых учреждений достиг небывалых размеров. Когда экономика идет вверх, рычаг приносит прибыли, но, когда она идет вниз, он приносит огромные убытки. Общеизвестность этого факта вызывает панику при первых признаках убытков.

В 2000-х годах уровень финансового рычага многих заемщиков значительно вырос. Это касалось не только США и Великобритании, но также Исландии, Ирландии, Испании и ряда стран Центральной и Восточной Европы. Рычаг вырос как у домохозяйств, так и у компаний, особенно у тех, что инвестировали в недвижимость, занимались строительством или долговыми выкупами. Чем выше рос долг по сравнению с собственным капиталом и чем сильнее росли цены на активы, тем уязвимее к кризису становилась финансовая система.

Кроме того, в финансовой системе, основанной на рыночном фондировании, огромный рычаг был встроен в сами финансовые инструменты. Прекрасным примером являются обеспеченные долговые обязательства (CDO), предполагающие использование рычага в процессе транширования денежных потоков. То же предполагают синтетические CDO, создаваемые путем объединения в пул и транширования кредитно-дефолтных свопов на ценные бумаги, обеспеченные залогом, и другие виды облигаций. Представим себе простейшую форму CDO, при которой потоки платежей по обеспечивающим активам (процентные платежи, если это обычный заем, или же ипотечные платежи, если это заем под залог недвижимости) разделяются между двумя ценными бумагами: первая, с меньшим риском, получает первые 50% всех платежей по обеспечивающим активам; вторая, с более высоким риском, получает оставшиеся 50% платежей. Даже если по половине займов, на основе которых выпущены бумаги, наступит дефолт, сгорят лишь бумаги с высоким риском, а бумаги с низким риском получат свои выплаты. Таким образом, в отличие от вложений в единую ценную бумагу, убытки по которой распределяются равномерно, владельцы более рискованной бумаги сделали ставку с высоким рычагом: их убытки будут вдвое выше, чем убытки по ипотечным займам в основе CDO. Конечно, за более высокий риск инвесторы требуют более высокой доходности: финансовый рычаг

повышает как возможные прибыли, так и возможные убытки. В массе своей инвесторы, похоже, не понимали, что уровень рычага, подразумеваемый при покупке низкорейтинговой бумаги, обеспеченной долговыми обязательствами, намного выше, чем при покупке корпоративной облигации с тем же рейтингом⁴⁴.

Но этим пути повышения рычага в новой финансовой системе не исчерпываются. Самый важный фактор действовал внутри финансовой системы, опиравшейся на взвешенный по риску капитал. Перед началом кризиса реальная капитализация могла снизиться (и по факту снизилась), тогда как измеряемый с учетом риска капитал увеличился, потому что снизилась оцениваемая степень риска портфелей. Оценки риска оказались некорректными потому, что использованная модель оценки рисков была ошибочна и с концептуальной, и с эмпирической точек зрения (с концептуальной, потому что исходила из неверных предположений о распределении исходов, с эмпирической, потому что опиралась на данные за крайне непродолжительный период)⁴⁵. Как выяснила в 2011 году Независимая банковская комиссия правительства Великобритании, с 2004 по 2008 год отношение между взвешенными по риску активами и активами без учета риска у четырех крупнейших британских банков упало с 55 до почти 25%; иными словами, банкиры (и ничего не имевшие против регуляторы) считали свои активы все более безопасными, тогда как на самом деле они становились все более рискованными⁴⁶. Подобная недооценка риска, в свою очередь, стала не-

44. Michael S. Gibson, 'Understanding the Risk of Synthetic CDOs', July 2004, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200436/200436pap.pdf>.

45. О провале риск-менеджмента и, в частности, моделей оценки стоимости, подверженной риску, см. Hyun Song Shin, *Risk and Liquidity*, Clarendon Lectures in Finance (Oxford: Oxford University Press, 2010). Не только предположение о форме распределения было ошибочным. На самом деле, ошибочно уже предположение о том, что нам может быть известна эта форма распределения. Также ошибочным было предположение о познаваемости рисков. Мы живем в мире фундаментальной неопределенности, а не статистически измеримого риска. Схожим образом, дело не просто в нехватке данных, а в том, что данных всегда будет недостаточно, потому что экономическая система постоянно меняется.

46. Independent Commission on Bank, Final Report: Recommendations, September 2011 <https://hmt-sanctions.s3.amazonaws.com/ICB%20final%20report/ICB%2520Final%2520Report%5B1%5D.pdf>, Fig. 4.3.

посредственным следствием длительного периода экономической и финансовой стабильности — того самого «Великого смягчения».

Пожалуй, удачней прочих ошибочность существующих моделей продемонстрировал Дэвид Виньяр, до и во время кризиса руководивший риск-менеджментом в *Goldman Sachs*. В августе 2007 года, вскоре после того, как *Goldman* понес большие убытки по управляемым фондам, но также задолго до пика кризиса, он отмечал: «вот уже несколько дней кряду мы наблюдаем исходы, которые отстоят от среднего на 25 стандартных отклонений»⁴⁷. То же самое наблюдали специалисты других финансовых учреждений. В ответ управляющие постарались как можно быстрее снизить риски организации. Затем то же самое сделали все другие игроки финансовой отрасли, что многократно усилило те шоки, которые наблюдали в *Goldman* и которые заставили его принять неотложные меры. Это прекрасная иллюстрация концепции «рефлексивности», озвученной известным инвестором Джорджем Соросом⁴⁸.

Модели управления рисками были ошибочными. Они предполагали определенное статистическое распределение возможных исходов. Мерой степени рассеивания возможных исходов является «стандартное отклонение». В случае одного из наиболее часто допускаемых распределений, так называемого нормального распределения, 99,8% всех возможных исходов находятся в пределах трех стандартных отклонений (в обоих направлениях) от среднего⁴⁹. Какова вероятность, что исход отличается от среднего на 25 стандартных отклонений, да еще не раз, а несколько дней подряд? Как говорится в статье сотрудников Ноттингэмского университе-

47. Peter Thal Larsen, 'Goldman Pays the Price of Being Big', *Financial Times*, 13 August 2007!

48. Взаимоотношение рефлексивности предполагает, что причина и следствие оказывают влияние друг на друга. В нашем случае паника приводит к ложности моделей оценки риска, а это, в свою очередь, усугубляет панику. См.: George Soros, *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (Hoboken: John Wiley and Son, 2003); Джордж Сорос, *Алхимия финансов* (Киев: Вильямс, 2010).

49. Стандартное отклонение — квадратный корень из дисперсии случайной величины, которая сама по себе является мерой разброса данных. См. http://en.wikipedia.org/wiki/Standard_deviation.

та, «если мы фиксируем величину прибыли или убытка ежедневно, то уже отклонение от среднего всего лишь на 8 сигм (то есть на 8 стандартных отклонений) окажется таким событием, вероятность которого за всю историю вселенной менее единицы»⁵⁰. Так насколько вероятно два дня подряд получать событие, отклоняющееся от среднего на 25 сигм? Это столь же вероятно, как выиграть в британскую национальную лотерею 42 раза подряд. Если бы модели были верны, то можно было бы сказать, что *Goldman Sachs* и его специалистов постигла такая грандиозная неудача, на фоне которой злоключения Иова выглядят маленькими неприятностями. Но есть и другое, верное объяснение: модели, применявшиеся *Goldman Sachs* для оценки рискованности стратегий, никуда не годились. Властелины финансового мира оказались голыми королями. Оказалось, что их наготу прячут не роскошные шелка утонченной математики и строгих эмпирических данных, а предрассветные сумерки.

Доверие к ошибочным моделям рисков способствовало росту плеча в финансовом секторе⁵¹. Считалось, что при грамотном управлении организацией не нужен крупный собственный капитал, поскольку руководство может напрямую оценивать риски. Выяснилось, что это заблуждение — отчасти потому, что у менеджеров, трейдеров и даже акционеров были мотивы идти на избыточный риск, но и в не меньшей степени потому, что этих рисков они не понимали. Погрузившись в успокоительные грезы, британские банки и органы регулирования допустили более чем двукратный рост медианного

50. Kevin Dowd, John Cotter, Chris Humphrey and Margaret Woods, 'How Unlucky is 25-Sigma?', Centre for Risk & Insurance Studies, Nottingham University Business School, CRIS Discussion Paper Series — 2008.111, 24 March 2008, <http://www.nottingham.ac.uk/business/cris/papers/2008-3.pdf>

51. См. Andrew G. Haldane and Vasileios Maduros, 'The Dog and the Frisbee', 31 August 2012, paper given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th economic policy symposium, 'The Changing Policy Landscape', Jackson Hole, Wyoming <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech596.pdf>.

Хэлдейн особо подчеркивает, что для нашей экономической действительности характерен не исчислимый риск, а фундаментальная неопределенность. В условиях сохранять устойчивость можно, если пользоваться простыми, а не математически изощренными правилами поведения. Взвешивание активов по риску — хороший пример того, как сложный алгоритм поведения себя не оправдал.

значения финансового рычага (отношение совокупных активов к совокупному капиталу, способному абсорбировать убытки), который увеличился более чем в два раза, с примерно 20:1 до почти 50:1 непосредственно перед кризисом⁵². В «Отчете о финансовой стабильности» Банка Англии, выпущенном в апреле 2007 года, прямо перед кризисом, отмечалось: «Крупнейшие банки Великобритании сохраняют высокие показатели прибыльности, в том числе медианная рентабельность собственного капитала в 2006 году составила 22%. Публикуемые данные о размере собственного капитала значительно выше, чем минимальные требования регулятора»⁵³. Однако сами эти требования рассчитывались на основе крайне ненадежных оценок рискованности активов. Успокоительный тон отчета слышен уже из его первых строк: «Финансовая система Великобритании сохраняет большой запас прочности»⁵⁴. Поскольку регуляторы, как и сами компании, доверяли ошибочным оценкам риска, они тоже имели дело с неверными оценками величины рычага. В этом важнейшем смысле стабильность оказалась источником нестабильности, на что и обращал внимание Мински. Регуляторы до сих пор не признали ошибочность концепции взвешивания активов по уровню риска, как будет показано в главе 7.

Дальнейшие исследования Банка Англии показали, что одной из главных причин повышения рентабельности банковского капитала перед кризисом являлось повышение финансового рычага. В частности, там отмечалось: «Представляется, что по большей части «чудо производительности», выразившееся в росте доходности собственного капитала банков, — это результат не повышения производительности в управлении пулом активов, а лишь результат повышения рычага в расчете на данную величину собственного капитала»⁵⁵. Это про-

52. Independent Commission on Banking, Final Report, Fig. 5-4. Медианный рычаг — это рычаг, соответствующий учреждению в середине распределения.

53. Bank of England, *Financial Stability Report*, April 2007, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2007/fsrfullo704.pdf>, p. 10.

54. Ibid., p. 5.

55. Andrew Haldane, Simon Brennan and Vasileios Madouros, 'What Is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?', in Adair Turner et al.,

стой, но опасный путь к богатству: он не предполагает никаких новшеств, кроме новых заимствований, то есть повышения уровня рисков.

Система стимулов

Причиной многих изменений стал сдвиг в системе стимулов, создавший предпосылки для более рискованного поведения. Среди наиболее важных изменений можно назвать переход компаний Уолл-стрит от правовой формы товарищества к акционерному обществу в 1980-е и 1990-е годы, распространение опционов на покупку акций и выплата бонусов, чаще всего привязанных к показателям работы за один год, обычно безо всякого возмещения потерь на случай последующих убытков. Внедрение правил бухгалтерского учета, позволявших учитывать прибыль по заключении сделки, а не по мере ее реализации, также придавало стимулам краткосрочность. В условиях, когда нужно показывать высокие показатели, сотрудники в любой момент могут утечь к конкуренту, а прежняя форма товарищества ушла в прошлое, менеджменту было трудно не вовлечься в гонку за вознаграждениями⁵⁶. Мэри Шапиро, глава Комиссии по ценным бумагам и биржам США, выступая перед комиссией Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса (текст выступления опубликован в 2011 году), говорила следующее: «Многие крупные финансовые учреждения разработали асимметричные пакеты вознаграждений, предполагавшие огромные выплаты сотрудникам за краткосрочные достижения, даже если эти достижения приводили к существенным долгосрочным потерям для налогоплательщиков и инвесторов»⁵⁷.

Эти изменения в системе мотивации сотрудников, в том числе руководящих, накладывались на проблемы, которые создает правовая форма компании с ограниченной ответственностью, особенно в сочетании с большим

The Future of Finance: The LSE Report (London: London School of Economics and Political Science, 2010), <http://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance5.pdf>, p. 100, table 4.

56. См. *Financial Crisis Inquiry Report*, p. 61–64.

57. Ibid., p. 64.

рычагом, где всем акционерам достаются все прибыли, а в случае убытков их потери ограничены. В важной статье Люсьена Бэбчака и Хольгера Шпаманна из Гарвардского университета сказано, что именно этим опасна привязка интересов наемных работников к интересам акционеров. Поэтому, «хотя подобная мера позволяет устранить риски, чрезмерные с точки зрения акционеров, нельзя рассчитывать, что она устраним риски, выгодные для акционеров, но опасные для общества в целом»⁵⁸. Особенной остроты эта проблема достигла в банковской сфере, поскольку налогоплательщики взяли на себя большую долю акционерного риска, выделив средства на спасение кредиторов, на что те и рассчитывали. Иными словами, пользуясь тем, что налогоплательщики выступят как акционеры последней инстанции, кредиторы снимали с себя обязательство по отслеживанию объема собственного капитала, что усиливало стимулы к односторонней оценке рисков.

Заключение

Кризисы — это элемент, внутренне присущий основанной на рыночном фондировании финансовой системе. Им предшествуют периоды нарастания хрупкости, вызванные ростом готовности участников системы идти на рискованные действия, которые обещают чрезвычайно высокие прибыли. Так было и на этот раз. Успех породил неумеренность, а неумеренность привела к краху.

В чем была ошибка властей

Где все это время были экономические власти? Стоит задать вопрос о качестве экономической политики в трех ключевых сферах: регулирование, денежная политика и антикризисная политика.

58. Lucien A. Bebchuk and Holger Spamann, 'Regulating Bankers' Pay', *Georgetown Law Journal*, vol. 98, no. 2, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072, p. 248. См. также Raguram Rajan, 'Bankers' Pay is Deeply Flawed', *Financial Times*, 9 January 2008 и Martin Wolf, 'Why and How should we Regulate Pay in the Financial Sector?', in Turner et al., *The Future of Finance*, ch. 9.

Регулирование

Регуляторы допускают ошибки действия и бездействия. Ошибки бездействия являются результатом излишне мягкого регулирования и надзора: они случаются, когда регуляторы предпочитают не замечать ни серьезных нарушений, ни чересчур рискованных операций. Ошибки действия возникают, когда регуляторы и законодатели, руководствуясь социальными и политическими мотивами, поощряют финансовые институты к излишнему риску. В преддверии кризиса оба типа ошибок были распространены. И поскольку власти всегда совершают оба типа ошибок, обеспечить работоспособность режима регулирования особенно сложно.

Адэр Тернер, председатель Управления по финансовому надзору и регулированию Великобритании, так объясняет происхождение этих ошибок бездействия в названном его именем обзоре 2009 года:

В основе допущений [на которых строилось докризисное регулирование] лежала теория эффективных и рациональных рынков. Из нее следовали пять выводов, определявших надлежащую форму регулирования.

- 1) Рыночная цена — надежная, соответствующая рациональной оценке мера экономической стоимости.
- 2) Появление секьюритизированного кредита создало новые и более ликвидные рынки и тем повысило эффективность распределения ресурсов и финансовую стабильность.
- 3) Об уровне риска на финансовых рынках можно судить с помощью математического анализа, предоставляющего надежную количественную оценку риска обращающихся ценных бумаг.
- 4) Дисциплина рынка — эффективная ограничительная мера против слишком рискованных действий.
- 5) Финансовые инновации априори благотворны, поскольку любая инновация, не производящая добавленной стоимости, будет отторгнута рынком в процессе конкуренции.

Каждая из этих предпосылок теперь подвергается всесторонней критике как на теоретическом, так и на эмпирическом уровне, что должно отразиться на выработке адекватной модели регулирования и на роли регулирующих органов⁵⁹.

59. Adair Turner, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority, London. March 2009, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf, p. 39.

За всем этим стоит допущение о том, что эгоистический интерес силами упомянутой Адамом Смитом невидимой руки обеспечит стабильность, динамичное развитие и эффективность финансовой системы. Как раз от такой точки зрения отрекся Алан Гринспен, пожалуй, самый известный из ее сторонников, выступая в октябре 2008 года перед профильным комитетом Конгресса, когда заявил, что обнаружил «изъян» в своих прежних представлениях о рынке⁶⁰. Он признал, что при всей своей благотворности для экономики в целом эгоистический интерес необязательно приведет к финансовой стабильности, потому что акционеры и финансовые учреждения могут либо не знать о своих рисках, либо готовы позволить руководству пойти ва-банк. На тот момент все это стало очевидным.

Рассуждать столь наивно — значит, питать опаснейшие иллюзии. Регулировать финансовую систему наравне, скажем, с розничной торговлей абсурдно. Ни одна отрасль не способна нанести такого масштабного экономического и общественного ущерба и уже по этой причине ни одна отрасль не может рассчитывать на столь значительное скрытое субсидирование со стороны государства.

Этот ущерб наглядно описал Эндрю Хэлдейн из Банка Англии. Он считает, что стоимость потерь выпуска в результате недавнего финансового кризиса лежит «где-то между одним и пятью годовыми ВВП. Как заметил нобелевский лауреат по физике Ричард Фейнман, назвать эту сумму «астрономической» было бы несправедливо по отношению к астрономии, потому что в галактике можно насчитать лишь сотни миллиардов звезд. Лучше называть эту сумму «экономической»⁶¹. Хэлдейн добавляет, что государство дарит финансовому сектору огромную косвенную субсидию, страхуя его на случай краха: «Что касается британских банков, то совокупная годовая субсидия за эти два года (2007–2009) пяти круп-

60. 'Greenspan Concedes to "Flaw" in his Market Ideology', 23 October 2008, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah5qh9Up4rlg>.

61. Andrew G. Haldane, 'The \$100bn Question', Bank of England, March 2010, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech433.pdf>, p. 4. Данные представлены в ценах 2009 года.

нейшим банкам превышала 50 млрд фунтов стерлингов, что примерно равно годовой прибыли британских банков до кризиса. На пике кризиса размер субсидирования был еще выше. Пять крупнейших глобальных банков получали среднюю годовую субсидию почти в 60 млрд долларов ежегодно. Это немалые суммы»⁶².

В следующий раз, может быть, все и не будет иначе. Но финансовый сектор *уже* иной. Было чрезвычайно глупо забыть об этом. И все же, как докладывал Скотт Альварес, главный инспектор ФРС, выступая перед комиссией Конгресса США по расследованию причин финансового кризиса, «общий образ мышления диктовал, что регулирование не нужно, поддержание порядка должен обеспечивать сам рынок, за исключением случаев вмешательства для решения конкретных проблем <...> Мы пассивно откликались на сигналы извне, потому что каждый воображал, будто на дворе все еще 1990-е или начало 2000-х». К этому отчет комиссии добавляет: «Сильные показатели рынка жилья вселяли дополнительную уверенность. Альварес указывал, что по статистике число дефолтов по ипотекам всегда было низким, а также ссылаясь на желание властей помочь приобрести жилье людям, почти не имевшим кредитной истории»⁶³.

Схожим образом в обзоре британского опыта Эдэр Тернер отмечает:

В своей практике Управление по финансовому надзору и регулированию Великобритании перед кризисом исходило из неявно, а иногда и вполне открыто выраженной позиции, предполагавшей следующее:

- 1) В общем случае рынки способны к самокорректировке, рыночная дисциплина надежнее, чем надзор со стороны органов, гарантирует, что фирмы выберут более разумные и не слишком рискованные стратегии.
- 2) Основную работу по управлению рисками должно выполнять высшее руководство и советы директоров отдельных фирм, способные оценить риски бизнес-модели лучше регуляторов и выбрать наилучший баланс между рисками и доходностью, при наличии правильной организации,

62. Adair Turner, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority, London. March 2009, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf, p. 5.

63. *Financial Crisis Inquiry Report*, p. 96.

надлежащих процедур и квалифицированных специалистов.

- 3) Защиту интересов клиента лучше всего обеспечивать не путем регулирования качества продукции или прямого вмешательства в работу рынка, а обеспечивая максимальную свободу и прозрачность внутренних рынков и добиваясь, чтобы фирмы использовали правильные методы ведения бизнеса (например, правильно планировали и организовывали процесс продаж)⁶⁴.

Итак, традиционная банковская деятельность все теснее срасталась с расширявшимся теневым банковским сектором. Они составляли не две отдельные финансовые системы, а одну, но в двух ипостасях: традиционное розничное обслуживание и более динамичный сегмент, занимавшийся сложным структурированным финансированием и обслуживанием юридических лиц. В последнем активно участвовали традиционные банки, организуя кондуиты⁶⁵ и компании специального назначения⁶⁶ и, что самое важное, соединяя инвестиционную и коммерческую банковскую деятельность, из которых первая исторически предполагала торговлю ценными бумагами, а вторая — кредитные операции. Параллельно происходили крупные изменения в американском законодательстве: в 1999 году был отменен закон Гласа — Стигала, запрещавший банкам заниматься одновременно инвестиционной и коммерческой деятельностью. Утверждалось, что закон более не актуален и не эффективен: не актуален, потому что не смог предотвратить все более массовое вовлечение коммерческих банков в инвестиционную деятельность; не эффективен, потому что оставался препятствием на пути коммерческих банков к инвестиционной деятельности.

Однако ошибками бездействия промахи регуляторов не исчерпывались. Были еще и ошибки действия. Среди них две были особенно значимыми. Во-первых, в рамках соглашения «Базель I» государственным долговым бу-

64. Turner, *The Turner Review*, p. 87.

65. Англ. *conduit* — специальное юридическое лицо для долгосрочных проектов, которые финансируются за счет выпуска краткосрочных ценных бумаг. — *Примеч. пер.*

66. Англ. *special-purpose vehicle* — специальное юридическое лицо для секьюритизации финансовых активов. — *Примеч. пер.*

магам был присвоен нулевой риск, что создало немалые проблемы для еврозоны⁶⁷. Делалось допущение — удобное для правительств, но очень опасное при определенных обстоятельствах, что правительство не может объявить дефолт. Действительно, сценарий, при котором правительство, располагающее собственной валютой, объявляет дефолт, маловероятен, но даже его нельзя исключить. Однако правительства часто объявляют дефолт по долгам, выраженным в иностранной валюте, или, если говорить точнее, валюте, которую они не могут выпускать по собственному усмотрению. Это относится ко всем странам — членам еврозоны, что в итоге приводит к последствиям, рассмотренным в главе 2.

Второй ошибкой действия стало последовательное поощрение ипотечного кредитования, в первую очередь в США. Особенно злополучную роль сыграли финансируемые государством ипотечные агентства *Fannie Mae* и *Freddie Mac*. Питер Уоллисон из Американского института предпринимательства (АИП) в особом мнении к докладу комиссии по расследованию причин финансового кризиса даже более категоричен:

Необходимым условием финансового кризиса стала жилищная политика американского правительства, благодаря которой было выдано 27 млн субстандартных и прочих рискованных займов (это половина всех ипотечных займов в США), оказавшихся на пороге дефолта, как только начал сдуваться гигантский пузырь цен на жилую недвижимость 1997–2007 годов. Если бы правительство США не проводило политику, поощрявшую беспрецедентный рост цен на жилье и появление столь же беспрецедентного количества ипотек с сомнительным качеством и высоким риском, то великий финансовый кризис 2008 года никогда бы не случился⁶⁸.

Вполне возможно, что энтузиазм правительства по поводу расширения круга домовладельцев и, в частности, создание государственных ипотечных компаний подлил масла в огонь. Но представлять это событие как ис-

67. См.: Danièle Nouy, 'Is Sovereign Risk Properly Addressed by Financial Regulation', Banque de France, Financial Stability Review, No. 16, April 2012, http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-09.pdf.

68. См.: *Financial Crisis Inquiry Report*, p. 444.

точник кризиса совершенно неверно — по четырем причинам⁶⁹.

Во-первых, как отмечали в особом мнении к основному докладу комиссии Кейт Хеннесси, Дуглас Хольц-Иткин и Билл Томас, назначенные в комиссию от Республиканской партии,

доклад не учитывает существование кредитного пузыря вне рынка жилья. Кредитные спреды падали не только на рынке жилья, но и на другие виды активов, таких как коммерческая недвижимость. Это означает, что нужно рассматривать кредитный пузырь как необходимое условие возникновения пузыря на рынке жилой недвижимости в США. Также это означает, что недостатки жилищной политики американского правительства вовсе не объясняют возникновение жилищного пузыря в США.

Пузыри на рынках жилья — и даже более крупные, чем в США, — появились в Великобритании, Испании, Австралии, Франции и Ирландии. Часть этих стран редко прибегали к секьюритизации ипотечных займов по образцу США. Чтобы дать убедительное объяснение жилищного пузыря в США, нужно учитывать аналогичные процессы в других странах. Поэтому мы приходим к выводу, что причина шире, чем жилищная политика, нормы регулирования или недостатки надзора в США⁷⁰.

Очевидно, что та же критика справедлива и по отношению к доводам Уоллисона, еще одного члена комиссии от Республиканской партии, по мнению которого кризис касался только США и только субстандартного ипотечного кредитования.

Во-вторых, неверно полагать, что именно государственные ипотечные агентства привили частному сектору одержимость субстандартной ипотекой. Никто не заставлял продвинутые частные финансовые учреждения участвовать в транзакциях по схеме «эмитируй, секьюритизируй, присваивай рейтинг и распространяй». Когда Уоллисон заявлял, что *Fannie* и *Freddie* выдали громадное количество субстандартных и иных высокорискованных ипотек, то опирался на исследо-

69. Критику доводов Уоллисона см.: Blinder, *After the Music Stopped*, p. 117.

70. Кейт Хеннесси, Дуглас Хольц-Иткин и Билл Томас были тремя из четырех членов комиссии по расследованию причин финансового кризиса от Республиканской партии. Четвертым был сам Уоллисон. См.: *Financial Crisis Inquiry Report*, p. 415.

вание одного коллеги по АИП. Однако эти «иные высокорискованные ипотeki» были намного безопаснее субстандартных займов, потому что отличались от них по целому ряду характеристик. Таким образом, Уоллисон чрезмерно расширил понятие «высокорискованных ипотек» относительно общепринятого понимания: при столь расширенном определении число высокорискованных ипотек оказывается в пять раз больше, чем по определению, использованному в отчете Счетной палаты США за 2010 год. Прежде всего, займы государственных ипотечных агентств, которым коллега Уоллисона по АИП присваивает ярлык «высокорискованных», по частоте банкротств и близко не стоят с теми ипотеками, которые продвигали частные агентства⁷¹. Даже товарищи Уоллисона по партии в составе комиссии не поверили рассказу о том, что ипотечный кризис создали государственные ипотечные агентства. Бетани Маклин и Джо Ночера показывают довольно наглядно, что *Fannie Mae* и *Freddie Mac* в марафоне субстандартных ипотек шли отнюдь не в первых рядах — они были последователями, а не лидерами⁷².

В-третьих, некоторые всю вину возлагают на принятый в 1977 году *Community Reinvestment Act* — закон, призванный бороться с практикой «красной черты» (полным отказом банков кредитовать население определенных районов). В связи с этим комиссия по исследованию причин финансового кризиса отмечает: «Лишь 6% ипотек с высокой процентной ставкой (которые можно рассматривать как субстандартные займы) имеют какое-либо отношение к данному закону. Вероятность дефолта по ипотекам, выданным в рамках этого закона на подпадающих под его действие территориях, была вдвое меньше, чем по схожим ипотекам, выданным

71. См.: David Min, 'Faulty Conclusions Based on Shoddy Foundations', Center for American Progress, February 2011, <http://www.americanprogress.org/wp-content/uploads/issues/2011/02/pdf/pinto.pdf>; Mike Konczal, 'Peter Wallison Discusses Fannie and Freddie for the American Spectator, or: Where are the Fact Checkers?', 18 May 2011, <http://tortybomb.wordpress.com/2011/05/18/peter-wallison-discusses-fannie-and-freddie-for-the-american-spectator-or-where-are-the-fact-checkers>; *Financial Crisis Inquiry Report*, p. 219.

72. См.: McLean and Nocera, *All the Devils Are Here*, p. 184.

в тех же районах ипотечными структурами, чью деятельность не регламентировал этот закон»⁷³.

Наконец, давайте предположим, что Уоллисон прав. (Хотя он не прав.) Тогда получается, что крупнейший за 80 лет финансовый кризис, ставший причиной всемирной рецессии и затяжной стагнации, произошел только потому, что правительство США решило увеличить число владельцев жилья. Если это так, то финансовая система и впрямь безнадежно хрупка и неустойчива. Однако Уоллисон как раз стремится доказать, что этих изъянов не было бы, если бы не жилищная политика правительства. Он противоречит сам себе: тот факт, что якобы допущенная властями ошибка в жилищной политике вызвала крушение финансовой системы всего западного мира, свидетельствует о беспримерной хрупкости последней. Этот довод не оправдывает финансовую систему, а, наоборот, преувеличивает ее слабость.

Подводя итог, я думаю, что главная ошибка регуляторов была скорее в бездействии, чем в действии: они считали финансовую систему гораздо более стабильной, ответственной, да и просто добросовестной, чем она была на самом деле. Кризис затронул так много стран именно потому, что это заблуждение разделяли слишком многие.

Денежная политика

Вторая область экономической политики, тесно связанная с проблемой финансовой хрупкости, — денежная политика. Подробный разбор этой темы приведен в главе 5, рассматривающей экономические истоки кризиса. Но одно совершенно ясно: экономические власти считали, что стабильная инфляция обеспечит стабильность экономики. Они ошибались. Хотя центральным банкам действительно удалось добиться стабильной инфляции, все равно наступил крупнейший за 80 лет финансовый и экономический кризис, а за ним — длительный период неустойчивого экономического развития. «Великое смягчение» оказалось ловушкой и иллюзией.

73. См.: *Financial Crisis Inquiry Report*, p. xxvii.

Марк Гертлер из Нью-Йоркского университета так описывает рекомендации, которые накануне кризиса давали большинство глав центробанков и ортодоксальных макроэкономистов (я цитирую его комментарий к критической статье Клаудио Борио и Уильяма Уайта из Банка международных расчетов, подготовленной к симпозиуму Федерального резервного банка Канзас-сити в 2003 году):

Используйте пруденциальную политику, чтобы предотвратить появление нежелательных финансовых рисков. Затем используйте активную денежную политику, чтобы смягчить возможные последствия спада... Концепция гибкого инфляционного таргетирования (в сочетании с разумной пруденциальной политикой) как раз позволяет достичь этой цели. Она дает центральному банку подходящие инструменты на случай волатильности на финансовом рынке с учетом недостаточности информации, которой располагает центральный банк. В частности, центральному банку нет нужды вникать в непростую задачу по фундаментальной рыночной оценке. А в равной мере — предугадывать, как на его действия или на оценки фундаментальных рыночных величин среагирует рынок. Поскольку ФРС в последние годы неявно проводила таргетирование инфляции и благодаря этому ей, несомненно, удавалось смягчать всевозможные вредные последствия рыночной волатильности, события недавнего времени лишь подтверждают нашу точку зрения⁷⁴.

Спустя десятилетие эти рассуждения звучат уже не столь убедительно. Может, для полного эффекта инфляционному таргетированию не хватало правильной пруденциальной политики, но все же думается, она бы не сделала погоды. Во всяком случае, теперь ясно, что успешное инфляционное таргетирование как разновидность денежной политики ничуть не препятствует серьезным финансовым кризисам и последующей экономической нестабильности. Чрезмерное благодушие, которое оно в нас воспитало, поселив в умах идею «Великого смягчения», сыграло важную роль в возникновении кризиса.

74. Mark Gertler, 'Commentary: Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes', Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on 'Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy', 28–30 August 2003, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2003/pdf/Gertler2003.pdf>.

Антикризисная политика

Последний вопрос касается того, как власти действовали в момент кризиса. Когда разразилась паника, они оказались меж двух огней: одни считали, что провинившимся нужно дать обанкротиться, чтобы свести к минимуму «моральный риск» (то есть ситуацию, когда наличие страховки поощряет застрахованного к более рискованному поведению); другие требовали погасить панику.

Опасения насчет морального риска крайне преувеличены. Никто не станет утверждать, что нужно отменить пожарную службу только потому, что люди, зная о ее существовании, более склонны рисковать и курить в постели. В первую очередь мы держим пожарные расчеты, чтобы не пострадали невинные люди: если дом сгорит у кого-то одного, все может закончиться, как в 1666 году, Великим лондонским пожаром. Точно так же экономические издержки системных финансовых кризисов чаще всего несут люди, ни в коей мере не причастные к вызвавшим их решениям. Допустить системный финансовый крах — это столь же удачный способ избежать финансового кризиса, как дать Лондону сгореть дотла во избежание пожаров в жилых домах в будущем.

Правильный способ противостоять риску пожара — делать как раз то, что мы делаем: создавать пожарные расчеты, правила противопожарной безопасности и систему страхования, находясь в твердой уверенности, что у людей все равно останутся мощные стимулы избегать пожара в своем доме. Точно так же правильный метод противостоять риску системного финансового кризиса — не допускать коллапса, вводить нормы финансового регулирования и систему страхования вкладов, находясь в твердой уверенности, что ключевые игроки по-прежнему рискуют понести значительные убытки в случае кризиса. Таким образом, экономические власти поступали правильно, стараясь остановить системный финансовый крах 2008 года, потому что его ущерб был бы грандиозным, если бы ситуацию пустили на самотек; они поступали правильно, когда впоследствии постарались ужесточить финансовое регулирование, чтобы предотвратить повторение кризиса; они правильно поступают, когда хо-

тят ввести нормы, гарантирующие, что в будущем акционеры, лица, принимающие решения, а также незащищенные и незастрахованные кредиторы будут нести убытки. Подробнее об этом речь пойдет ниже, в главе 7.

Оглядываясь назад, видим, что на первых порах власти чересчур концентрировались на моральном риске и слишком мало думали о том, как остановить финансовый шторм. Если начался системный кризис, то стоймость активов и численность платежеспособных банков может достигнуть такой низкой точки, что для правительства не вмешаться совершенно недозволительно. Бэджот в книге «Ломбард-стрит» описал классическую картину роли центрального банка в кризис:

Паника, одним словом, — это разновидность невралгии и лечить ее голоданием — значит идти против всей науки медицины. Держать запас наличности нужно не только затем, чтобы в любой момент оплатить собственные обязательства, но и чтобы, не стесняя себя, авансировать наличность другим на оплату их обязательств. Ее должно хватать на ссуды торговцам, мелким банкам и всем другим лицам при условии, что имеется достаточное обеспечение. В периоды наивысшей тревоги одно банкротство вызывает множество других, и лучший способ не допустить вереницы банкротств — искоренить саму причину, их вызывающую. История о том, как удалось погасить панику 1825 года путем авансирования денег, описана настолько подробно и живописно, что приобрела классический характер. «Мы выдавали ссуды, — рассказывал господин Харман, представитель Банка Англии, — всеми известными путями и новейшими способами, до сих пор не опробованными; мы выдавали средства под залог ценных бумаг, покупали казначейские векселя, мы досрочно погашали казначейские векселя, мы не только прямо их учитывали, но и выдавали колоссальные авансы в счет запасов векселей, короче говоря, использовали все возможные способы, не угрожавшие безопасности банка, и иногда были, может быть, даже слишком снисходительны. Видя, какие ужасные мучения испытывает публика, мы оказывали любое содействие, доступное нашим силам». После одного или двух дней подобного лечения панику как рукой сняло, и у Сити не осталось и тени беспокойства⁷⁵.

Критики действий правительства в 2008 году считают, что непонимание последствий паники существенно уве-

75. Bagehot, *Lombard Street*.

личило масштаб потрясений, в первую очередь масштаб событий осени 2008 года после краха *Lehman*. Вот что говорит Анатолий Калецки в крайне любопытной книге «Капитализм 4.0»:

События вокруг *Lehman* ускорили наступление «полного краха доверия» среди вкладчиков и кредиторов всех финансовых учреждений, породив волну набегов, которых не избежал ни один банк в мире... Это означает, что мировая экономика могла бы избежать сильной рецессии, если бы банку *Lehman* не дали обанкротиться и не поднялась бы величайшая в мире финансовая паника.

Паники можно было избежать одним из двух способов: либо спасая *Lehman*, либо сразу после его краха установив всеобъемлющие и безусловные гарантии для остальных финансовых учреждений, которые правительства всего мира в итоге все равно ввели, но с роковым опозданием на месяц⁷⁶.

Мнение о том, что паники можно и нужно было избежать, подтверждается нашими знаниями о финансовых кризисах вообще и о недавнем кризисе в частности. Его также подтверждает динамика цен на активы, ставшие главным рычагом кризиса. Как видно из рис. 28, после резкого падения стоимости всех займов, обеспеченных субстандартными залогами, цены на транши с рейтингом AAA довольно быстро восстановились. Как обычно, у страха глаза велики, и недооценка этих активов в ходе паники (в 2009 году их цена составляла 60% от номинала) оказалась временной. В то же время паника не была совершенно безосновательной — на это указывает динамика цен на «младшие» транши ипотечных бумаг. Это тоже в порядке вещей. Однако паника все же *случилась*, и, как говорил Бэджот, ее нужно было остановить. И в конце концов ее остановили, но лишь после нанесенного ею огромного урона. И тогда, и впоследствии многие утверждали, что паника должна развиваться своим чередом, а все остальное считается «операцией спасения». Хотя этот взгляд можно понять, он крайне ошибочен, поскольку, протекая своим чередом, паника вызывала бы глубокую де-

76. Anatole Kaletsky, *Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy* (London: Bloomsbury, 2010), p. 136.

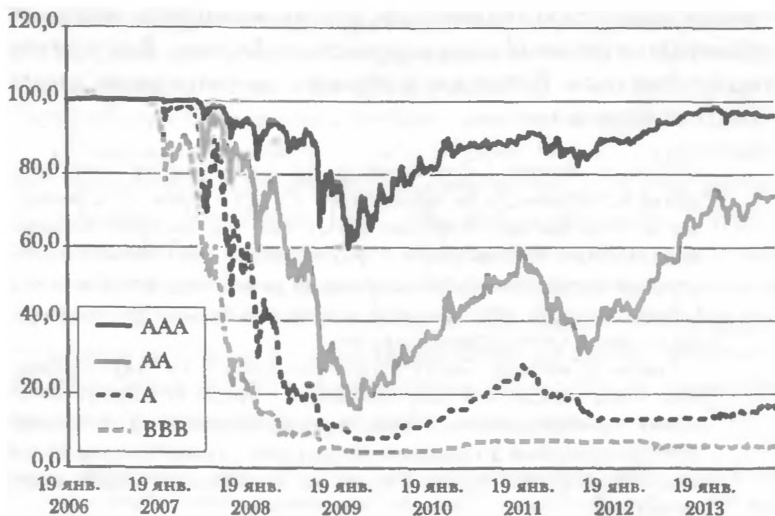


РИС. 28. Торгуемые синтетические индексы на ценные бумаги, обеспеченные субстандартной ипотекой, США

Источник: Markit.

прессию и гигантский урон для ни в чем не повинных лиц. Поступить так значило бы повторить ошибки начала 1930-х годов: но в таком деле одного раза более чем достаточно.

По-настоящему важный вопрос состоял не в том, нужно или нет в принципе вмешиваться для остановки паники, а в том, когда это сделать. Только последствия падения *Lehman* создали политические предпосылки для дальнейших действий в борьбе с кризисом. Спасти *Lehman* было бы очень трудно, потому что на тот момент доводы в пользу такого решения базировались на гипотетических рассуждениях о том, что может произойти после его краха. Отказ от спасения *Lehman* превратил гипотезу в реальность. Действовать стало гораздо легче. Хотя чисто теоретически спасти *Lehman* было бы гораздо лучше, этого не произошло, и именно потому, что этого не произошло, кризис усугубился в достаточной мере, чтобы создать прочные предпосылки для будущей политики. С такой точки зрения случившееся — это скорее трагедия, а не грубый просчет. А трагедии, увы, часто неизбежны, когда имеешь дело с гипотезами.

Заключение

Теперь пора попытаться ответить на вопрос об истоках той паники, которая зародилась в 2007 году и охватила финансовые рынки в 2008 году. Чему нас учит случившаяся катастрофа?

Первый вывод в том, что финансовая система по своему внутреннему устройству хрупка. Она уязвима для ошибок и, разумеется, махинаций. Но махинации лишь сопутствуют тем процессам, которые привели к кризису. Кроме того, финансовая система уязвима для паник, усугубляющих глубинные условия кризиса. Эта хрупкость встроена в систему и создается системой в периоды взлетов и падений.

Второй вывод в том, что представление о стабильной инфляции как достаточном условии экономической стабильности оказалось нелепейшей ошибкой. На самом деле все наоборот. Период макроэкономической стабильности как раз наиболее благоприятствует усилению хрупкости финансовой системы, поскольку в это время люди чувствуют, что могут безнаказанно для себя повышать риски.

Третий вывод заключается в том, что представление о способности рыночных сил обеспечить стабильность финансовой системы тоже оказалось вопиющей ошибкой. Рыночные силы порождают эйфорию и панику, что прекрасно осознавали Бэджот и его предшественники, в первую очередь Генри Торнтон, автор классической работы «Исследование природы и действия бумажного кредита Великобритании» (1802)⁷⁷. Причина в том, что активы, владение которыми обеспечивает повседневную деятельность домохозяйств и бизнеса, в то же время являются обязательствами частных предприятий, стремящихся к извлечению прибыли за счет взятия на себя рисков. Когда кредитоспособность этих

77. Торнтон первым сформулировал законченную концепцию кредитора последней инстанции. См.: Thomas M. Humphrey and Robert E. Keleher, 'The Lender of Last Resort: A Historical Perspective', *Cato Journal*, vol. 4, no. 1 (Spring/Summer 1984), pp. 275–321, <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1984/5/cj4n1-12.pdf>.

предприятий оказывается под вопросом, как это случилось в 2008 году, с большой вероятностью возникает паника среди краткосрочных кредиторов, не имеющих страховки: короче говоря, неизбежен ажиотажный спрос на ликвидность. Эти паники получают системный размах в силу существующих между учреждениями многочисленных связей и их уязвимости перед одними и теми же рисками.

В-четвертых, важным фактором увеличения хрупкости финансовой системы западного мира в течение десятилетий до кризиса были, с одной стороны, некомпетентность и высокомерие ученых-экономистов и правительственных кругов, а с другой — близорукая и искаженная мотивация управляющих и трейдеров. Кризис оказался столь сильным во многом потому, что слишком многие люди верили в его невозможность.

Пятый вывод: пока кризис не достиг пика во второй половине сентября — октябре 2008 года, экономические власти в борьбе с ним не проявили достаточной решительности. Вплоть до этого момента они действовали, как будто не видя угроз. Но вместе с тем у многих из них не было выбора: пока обычные люди не почувствуют, что нужно что-то делать, трудно заручиться поддержкой для решительной программы действий. Не стоит забывать, что даже после того, как кризис достиг пика, только со второго раза удалось провести через Палату представителей программу выкупа проблемных активов (TARP), предоставлявшую правительству необходимые средства для спасения финансовой системы.

В-шестых, крайне тревожно смотреть, как финансовая отрасль добивалась и добивается для себя всевозможных регуляционных послаблений, используя деньги и лоббистский рычаг. Это происходило до кризиса, происходит и сейчас. Более того, сопротивление, которое вызывают попытки ужесточить регулирование после кризиса, свидетельствует, насколько мало изменилась ситуация. Это одна из причин, почему новые кризисы неизбежны. Нормы регулирования и дальше будут рассыпаться, наталкиваясь на огромный айсберг, коим является финансовая отрасль, действующая открыто или завуалированно, но всегда неустанно, изобретательно, высоко организованно и мотивированно. Дело

не просто в махинациях в узком смысле слова. Проблема в коррумпированности политического процесса, который позволяет хорошо организованным частным интересам брать верх над интересами общественными.

Наконец, регуляторам никогда не угнаться за бизнесом. У них нет — и не будет — ни достаточных ресурсов, ни мотивации, ни, в конце концов, достаточных знаний для этого. Единственный выход — создать такую финансовую систему, крах которой был бы для мировой экономики относительно безболезненным. Как это можно сделать — основной вопрос третьей части книги и заключительной главы.

И нельзя надеяться, что мы просто учтем ошибки прошлого, а затем экономика по-быстрому возвратится к прежнему нормальному состоянию. Она уже вошла в «новое нормальное состояние»⁷⁸. Даже если бы кризис не произошел, докризисные тенденции по целому ряду причин не могли продолжаться. А раз так, пора перестать грезить о счастливом прошлом. Нам нужно новое будущее. Не кризис вызывал эту потребность, он лишь обнажил ее. В этом отношении мы не можем просто заявлять, что посткризисные проблемы — это следствие кризиса. Точнее будет сказать, что они выражают собой те последствия, к которым в итоге привели процессы неустойчивого роста, вызывавшие кризис. В следующей главе речь пойдет об этих более глубоких макроэкономических причинах и последствиях финансовых кризисов.

78. Йен Дэвис из *McKinsey*, по всей видимости, первым в печати использовал термин «новое нормальное состояние». См. 'The New Normal', *McKinsey Quarterly*, March 2009, http://www.mckinsey.com/insights/strategy/the_new_normal. Мохаммед Эль-Эриан из *PIMCO* также одним из первых заговорил об этом понятии. См.: Steven Goldberg, 'Investing in the New Normal,' 19 October 2010, http://www.kiplinger.com/article/investing/To41-C007-S001-investing-in-the-new-normal.html?topic_id=43.

ГЛАВА 5

Сдвиги в мировой экономике

Трещит от мыслей голова. / Я обречен страдать /
Из-за того, что дважды два — / Четыре, а не пять.

А. Э. Хаусман¹

Кризис назревает намного медленнее, чем ожидаешь; а затем развивается намного быстрее, чем ожидаешь.

Рудигер Дорнбуш²

ПРЕЖДЕ чем наступил кризис, страны с высоким доходом десятилетие за десятилетием сдвигались из состояния стабильности к состоянию чрезвычайной хрупкости. Сегодня с этим никто не спорит. Вопрос, почему это произошло. Ответ, предложенный в главе 4, рассматривает нестабильность как следствие внутренних процессов развития самого финансового сектора: в погоне за прибылью люди брали на себя риски, которые многократно увеличивали хрупкость системы в целом. Не до конца понятно, понимали они сами, с какими рисками имеют дело, или нет. Похоже, многие не понимали. Но это ничего не меняет. Даже если они осознавали риски, то все равно надеялись, что смогут совладать со стихией — и некоторым это удалось. Независимо от настроений руководства, каждой отдельной финансовой организации было крайне непросто перестать «танцевать», как выразился Чак Принс, бывший глава *Citigroup*³. Если бы Принс захотел помешать *Citigroup* участвовать в «танцах», его бы

1. A. E. Housman, *Last Poems*, XXXV, http://www.chiark.greenend.org.uk/~martinh/poems/complete_housman.html#LPxxxv. Цит. по: Алфред Эдвард Хаусман, *Избранные стихотворения* (Москва: Водолей Publishers, 2006). Пер. М. Калинина. — Примеч. пер.

2. Interview with Dr Rudi Dornbusch, Frontline, <http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/mexico/interviews/dornbusch.html>.

3. Michio Nakamoto and David Wighton, 'Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-outs' *Financial Times*, 9 July 2007, <http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2c50-11dc-821c-0000779fd2ac.html>.

уволители и назначили на его место нового человека с другим взглядом на мир. Таким образом, причина в сбое *системы*, а не в ошибках отдельных индивидов.

В данной главе проблема рассматривается в более широком контексте. Ниже утверждается, что сбой вызван не только и не столько финансовой системой как таковой или действиями финансовых регуляторов. Экономические причины и последствия кризиса гораздо шире. Это важно понимать, потому что предотвратить кризис было намного труднее, чем сегодня полагают многие. Это важно также потому, что мировая экономика уже не может вернуться к прежнему состоянию. Это основная тема третьей части книги и ее заключения.

Отсюда не следует, что прочность финансовой системы не имеет значения: напротив, больший запас прочности существенно облегчил бы течение кризиса. Он позволил бы избежать потрясений 2008–2009 годов. И все же траектория, по которой двигалась мировая экономика перед кризисом, не могла продолжаться⁴. Вспоминается известное изречение Герберта Стейна, бывшего председателя группы экономических советников при президенте Никсоне: что не может длиться вечно, должно прекратиться⁵. Но принципиально важно выяснить, что именно не могло продолжаться, и затем выработать план ответных действий. Задача этой главы — ответить на первый вопрос. Задача оставшейся части книги — ответить на второй.

Никто не спорит с тем, что у кризиса есть макроэкономические последствия, разногласия возникают лишь в том, что это за последствия и как долго они будут сохраняться. Однако тезис о том, что кризис имеет макроэкономические истоки, вызывает споры. Этот взгляд напрочь отменяют Майкл Дули из Калифорнийского университета в Санта-Круз и Питер Гэрбер из *Deutsche Bank*, входящие в число авторов популярной концепции «второго Бреттон-Вудса» (эта концепция объясняет, почему многие развивающиеся страны, в первую очередь

4. Martin Wolf, *Fixing Global Finance* (Baltimore and London: Johns Hopkins University Press and Yale University Press, 2010), esp. ch. 8.

5. Herbert Stein, 'Herb Stein's Unfamiliar Quotations: On Money, Madness, and Making Mistakes', in *Slate*, 16 May 1997, www.slate.com.

Китай, перешли к режиму фиксированных валютных курсов и почему это был разумный путь к быстрому экспортно ориентированному промышленному росту)⁶. Они считают, что виной всему «неэффективный режим финансового регулирования в США и других промышленных странах, ставший следствием ошибочной экономической политики»⁷.

Вопреки подобным заявлениям, в настоящей главе утверждается, что изучать экономическую основу кризиса необходимо. Среди тех, кто это понимает, однако есть две различные точки зрения на макроэкономическую природу кризиса — избыток сбережений и избыток кредита. Эти две точки зрения отчасти отражают два различных взгляда на принципы работы экономики, и кризис обнажил это различие. Я постараюсь доказать, что между этими двумя подходами не так уж много противоречий, как полагают многие. Обе проблемы имеют общий источник: ряд глубоких и взаимосвязанных трансформаций в мировой экономике после 1980 года.

Сдвиг в сторону глобального избытка сбережений

В 2005 году Бен Бернанке, тогда еще член совета управляющих ФРС, в одном из выступлений выдвинул гипотезу о глобальном избытке сбережений. Он отмечал, что «за последние десять лет в результате совместного действия разнообразных сил существенно увеличилось предложение сбережений на глобальном уровне, или глобальный избыток сбережений, который объясняет не только растущий дефицит текущего счета в США, но и относительно низкие долгосрочные реальные процентные ставки, отмеченные сегодня по всему миру»⁸. Майкл Петти из Пекинского университета написал превосходную книгу, где развивает эту гипотезу: «Для боль-

6. См.: Michael Dooley and Peter Garber, 'Global Imbalances and the Crisis: A Solution in Search of a Problem', 21 March 2009, www.voxeu.org.

7. Ibid.

8. 'The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit', Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March 2005.

шинства серьезных исследователей истории финансов и экономики события последних нескольких лет, когда мир начал приспосабливаться к глубинным дисбалансам, не являются ни загадкой, ни неожиданностью. Глобальный кризис — это финансовый кризис, обусловленный в основном глобальными дисбалансами торговли и капитала, и развивался он почти как по учебнику»⁹.

В своей речи Бернанке озвучил три фактора, из-за которых образовался избыток сбережений. Первый фактор — старение населения в странах с высоким доходом. Вместе с тем, отмечал он, это состояние сформировалось уже давно и не менялось непосредственно перед кризисом. Второй фактор — это недавнее, на тот момент, повышение нефтяных цен, которое вызвано сочетанием быстро растущего спроса на нефть (в первую очередь в Китае и других быстрорастущих формирующихся экономиках) и неизменного предложения, отчасти из-за того, что почти 20 лет низких цен на нефть не способствовали инвестициям в разведку и освоение новых месторождений. Благодаря высоким ценам избыток сбережений в странах — экспортерах нефти резко увеличился, по крайней мере в среднесрочном периоде. Третий и самый важный фактор увеличения избытка сбережений — это политика стран с формирующимися рынками в ответ на финансовые кризисы 1990-х годов. В частности, как мы видели в главе 3, эти страны поощряли избыточное накопление сбережений в попытке защитить свою экономику от дестабилизирующего воздействия (тут они не ошиблись) притока частного капитала, и прежде всего от притока кредитных средств.

По определению, фактическая величина сбережений равняется фактическим инвестициям. Как в таком случае выявить избыток сбережений? И нельзя ли назвать эту ситуацию не избытком сбережений, а «нехваткой инвестиций»? Ответ на второй вопрос: можно. Все сводится к тому, как мы интерпретируем эмпирические данные. Зачастую уместнее говорить именно о нехватке инве-

9. Michael Pettis, *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013), p. 2.

стиций, а не об избытке сбережений. Ответ на первый вопрос: непосредственно наблюдать избыток сбережений или нехватку инвестиций невозможно. На них могут указывать косвенные признаки — насколько велика доходность по сбережениям, то есть процентная ставка, и каков при этом уровень экономической активности, то есть размер незадействованных экономических ресурсов. Коротко говоря, если люди больше хотят сберегать (то есть не тратить), чем инвестировать, то экономика адаптируется за счет сочетания двух способов: через процентные ставки или через выпуск и доходы. Не все пожелания осуществляются: фактический исход будет зависеть от способа, который выберет экономика для устранения несоответствия между желаемым уровнем сбережений и уровнем инвестиций. Обычно экономика реагирует посредством корректировки цен (то есть процентных ставок), если цены подвижны. Но в ситуации стагнации, когда процентные ставки и так на минимальных уровнях, адаптация происходит путем изменения доходов и выпуска.

При первом варианте адаптации, когда корректируются процентные ставки, предложение сбережений и спрос на них балансируются на рынке заемных средств. Когда предложение сбережений растет, доходность по ним падает, и наоборот. Точно так же, если спрос на заемные средства со стороны потенциальных заемщиков растет, их доходность увеличивается, и наоборот. А доходность по сбережениям и есть процентная ставка. Поскольку речь идет о реальном объеме сбережений и инвестиций (то есть без учета инфляции), то соответствующая процентная ставка — это реальная ставка (очищенная от инфляции).

Кейнс доказал, что существует второй вариант адаптации — корректировка выпуска и доходов; она происходит, если экономика находится в состоянии стагнации, когда краткосрочные процентные ставки на нуле, а долгосрочные процентные ставки достигли минимума из-за «предпочтения ликвидности» — такого состояния, когда люди предпочитают наличность облигациям, поскольку доходность по ним слишком низкая и делает их непривлекательными (особенно если учесть, что при будущем восстановлении экономики цены на облигации

наверняка будут падать)¹⁰. Непосредственный результат высокого уровня желаемых сбережений, как указывал Кейнс, — это низкий спрос, а следовательно, низкий выпуск и доходы. Это сокращение доходов отчасти приведет к сокращению желаемых расходов на потребление, отчасти — к сокращению желаемых сбережений, значит, обе величины снизятся. Выпуск и доходы продолжают падение до тех пор, пока желаемый уровень сбережений вновь не сравняется с желаемым уровнем инвестиций. К несчастью, ослабление экономики может вызвать дальнейшее снижение желаемых инвестиций. В таком случае экономика продолжит сжиматься. В таких условиях сильная тяга к сбережениям крайне нежелательна, потому что может привести к длительной и глубокой рецессии. Это называется парадоксом бережливости.

Обычно центральный банк может противостоять рецессии, снизив процентные ставки, а правительство — повысив расходы или снизив налоги. Первый метод трудно реализуем, если краткосрочные процентные ставки близки к нулю, как было на момент написания этой книги (см. рис. 29). Следует особо отметить, что центральный банк Японии держал процентные ставки на близком к нулю уровне начиная с 1995 года. Остальные центральные банки — Федеральная резервная система, Европейский центральный банк и Банк Англии — установили сверхнизкие процентные ставки после 2008 — начала 2009 года. В Японии политика денежного стимулирования не смогла принести устойчивого восстановления экономике, страдающей от избыточного долга. То же касается и недавней политики денежного стимулирования, начатой после 2007 года в ответ на финансовый кризис центральными банками трех других стран¹¹. Альтернативный вариант политики — бюджетное стимулирование. Как мы увидим в главе 8, это разумный выбор, если процентные ставки близки к нулю, а спрос тем не менее не восстанавливается.

10. Это простейшая макроэкономическая модель IS-LM, которую можно обнаружить в любом учебнике по экономике. Она основана на классической статье Джона Хикса. См.: J. R. Hicks, 'Mr Keynes and the "Classics", a Suggested Interpretation', *Econometrica*, vol. 5, no. 2, April 1937.

11. Слабость экономики пострадавших от кризиса стран наглядно показана на рис. 3 этой книги.

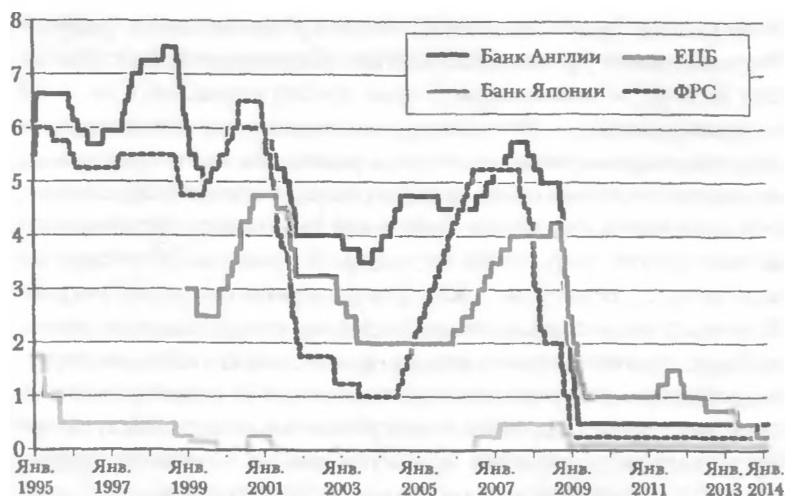


РИС. 29. Ставки краткосрочного рефинансирования центральных банков (в %)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

Короче говоря, о глобальном избытке сбережений по Бернанке свидетельствует сочетание двух явлений: низкая экономическая активность и низкие процентные ставки. Сегодня в странах с высоким доходом как раз наблюдаются оба явления: сверхнизкие процентные ставки и рецессия, сопровождающаяся высокой безработицей. Глобальный избыток сбережений — это также ситуация хронического недоиспользования ресурсов. В недавней интересной книге инвестиционного банкира Дэниэла Элперта нынешнее состояние весьма точно названо «эпохой избытка предложения»¹².

Ультранизкие краткосрочные процентные ставки устанавливает центральный банк. Долгосрочные процентные ставки по надежным облигациям определяет рынок, исходя из ожиданий о том, какие краткосрочные процентные ставки установит центральный банк. Ожидания в отношении будущих коротких ставок скла-

12. См.: Daniel Alpert, *The Age of Oversupply: Overcoming the Greatest Challenge to the Global Economy* (New York and London: Portfolio Penguin, 2013). В своей книге Элперт использует примерно тот же аналитический подход, что и я в данной работе.

дываются на основе ожиданий об инфляции и реальных процентных ставках, необходимых для достижения экономической стабильности. Под экономической стабильностью я подразумеваю уровень (и темпы роста) экономической активности, совместимые со стабильным уровнем долгосрочной инфляции. Это ставшее уже стандартным определение стабильности восходит к понятию «естественного уровня» безработицы. Впервые его сформулировали Милтон Фридман и Эдмунд Фелпс в 1960-е годы, и оно означает уровень безработицы, совместимый со стабильной инфляцией. Как мы теперь знаем, экономическая стабильность, определенная таким образом, вполне сочетается с существенной финансовой нестабильностью. В этом одна из дилемм, рассматриваемых в данной книге¹³. Таким образом, простейший индикатор избытка сбережений в отсутствие рецессии — вовсе не уровень сбережений или инвестиций. Это уровень процентных ставок, а точнее, реальных процентных ставок по активам, считающимся наименее рискованными¹⁴.

Уже довольно долго правительства ряда стран, в первую очередь США и Великобритании, выпускают индексируемые облигации (см. рис. 30). Доходность по этим ценным бумагам напрямую отражает реальные процентные ставки. В теории на глобально интегрированном рынке капитала реальные процентные ставки по облигациям всех стран с высоким рейтингом должны быть одинаковыми. (В одной стране реальная процентная ставка может быть ниже, чем в другой, только в одном случае — если ожидается повышение реального курса валюты первой страны, и наоборот.) Рис. 30 показывает, что с января 2003 года доходность по американским индексируемым казначейским облигациям (Treasury in-

13. 'Natural Rate of Unemployment', http://en.wikipedia.org/wiki/Natural_rate_of_unemployment.

14. Стандартная кейнсианская модель предполагает, что реальная и номинальная ставки процента одинаковы, потому что инфляция равна нулю. В реальном мире эти ставки различаются. Ставка процента, которая имеется в концепции глобального избытка сбережений, — это реальная ставка (то есть ставка, не включающая ожидаемую инфляцию). Центральный банк определяет номинальную ставку процента (обычно очень краткосрочную). Взаимосвязь между реальной и номинальной ставками процента подробнее рассматривается ниже.



РИС. 30. Доходность по индексированным десятилетним облигациям (в %)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

dex-linked securities, TIPS) и британским индексированным государственным облигациям двигались рука об руку. На этом основании мы можем допустить, что британская статистика, взятая за более долгий период, дает хорошее представление о глобальной реальной процентной ставке, очищенной от риска банкротства.

Данные на рис. 30 можно разбить на три периода: до июля 1997 года, с июля 1997 года по август 2007 года и с августа 2007 года по начало 2014 года. Кроме того, виден резкий скачок с пиком в октябре 2008 года. Так, вплоть до июля 1997 года средняя доходность британских индексированных гособлигаций равнялась 3,8%. С июля по август 1997 года средняя доходность составляла 2,1%. После августа 2007 года средняя доходность по британским индексированным гособлигациям упала до 0,4%, а по американским — до 0,9%. Во время скачка в октябре 2008 года доходность по британским индексированным гособлигациям быстро поднялась до 2,5%, а по американским — до 2,8%. Впоследствии доходность по обоим бумагам стала отрицательной. Что примечательно, реальные процентные ставки оставались крайне

низкими вплоть до начала 2014 года, хотя восстановление, казалось бы, шло полным ходом.

Обычные облигации, по которым, разумеется, есть гораздо более полная статистика, показывают схожую динамику. Так, с июня 1997 года по январь 1999 года доходность по обычным казначейским билетам США с десятилетним сроком погашения упала на 2 п.п., по немецким гособлигациям — на 2,1 п.п., а по британским облигациям — на 2,8 п.п. (Относительно большое снижение в Великобритании объясняется отчасти тем, что в середине 1997 года Банк Англии получил независимость от правительства.) Затем, с начала сентября 2008 года к середине 2012 года доходность по обычным облигациям вновь упала на 2,2 п.п. в США, на 2,6 п.п. в Германии и на 2,8 п.п. в Великобритании. Таким образом, начиная с середины 1990-х годов, доходность по обычным облигациям прошла те же три этапа, что и по индексированным облигациям. До середины 1990-х годов инфляция была выше и ее доля в доходности обыкновенных облигаций была ожидаемо выше, чем в доходности индексированных облигаций.

Итак, чем можно объяснить смену этих трех периодов? В июле 1997 года начался финансовый кризис в Азии, последний и самый тяжелый среди всех крупных финансовых кризисов в формирующихся экономиках. В августе 2007 года начался глобальный финансовый кризис, достигший пика в октябре 2008 года. Динамика реальных процентных ставок показывает, что азиатский кризис почти вдвое уменьшил равновесные реальные процентные ставки по безрисковым обязательствам. Доходность по британским индексированным гособлигациям так и не вернулась к уровню до июля 1997 года. Затем, после августа 2007 года, доходность снова обрушилась, достигнув почти нулевой отметки и положив начало длительному периоду отрицательных реальных ставок. Наконец, на пике кризиса паника спровоцировала резкий рост спроса на наиболее ликвидные государственные бумаги, что породило кратковременный всплеск ставок по индексированным облигациям.

Столь масштабные сдвиги в реальных ставках нельзя объяснить ничем иным, кроме как снижением равновесной цены сбережений на трех последовательных эта-

пах развития мировой экономики: до конца 1990-х годов спрос на сбережения был высоким, потому что формирующиеся экономики охотно выступали нетто-импортерами капитала; в начале 2000-х годов спрос на сбережения ослаб, так как формирующиеся экономики, где инвестиционные возможности были наилучшими, превратились в крупных нетто-экспортеров капитала; после 2007 года спрос на сбережения рухнул, поскольку экономики с высоким доходом перешли в состояние «сдерживаемой депрессии»¹⁵.

Снижение глобальной процентной ставки, как правило, снижает реальную доходность других долгосрочных активов, а значит, повышает цены на них. Это неизбежный результат арбитражных сделок: по мере того как инвесторы переключаются с государственных облигаций с низкой доходностью на альтернативы с более высокой доходностью, цены на последние растут, а доходность по ним снижается. Реальный актив с самым длительным сроком жизни — недвижимость. Поэтому неудивительно, что снижение реальных процентных ставок привело к повышению реальной стоимости недвижимости. Именно это произошло в трех ключевых странах, каждая из которых пережила бум на рынке жилья, — в США, Великобритании и Испании (см. рис. 31). Опять же, неудивительно, что повышение реальных цен на жилье началось в 1997 году, то есть вскоре после того, как реальные процентные ставки рухнули.

Падение реальных процентных ставок, совпавшее по времени с азиатским кризисом, — это событие, которое Мински называл «структурным сдвигом» (см. главу 4), вызывающее неудержимый рост цен на активы и кредит. Оно послужило толчком к удорожанию жилья, которое, в свою очередь, запустило небывалый кредитный бум, а также непропорциональное повышение цен на все сопряженные активы. Эта непропорциональность вытекает из простого обстоятельства: снижение реаль-

15. Эта прекрасная характеристика посткризисного состояния экономики в странах с высоким доходом принадлежит Дэвиду Леви. См.: David Levy, 'The Contained Depression: 2008 — (2018?): What It Is, Why It Happened, How It Will Play Out, and What Will Follow', April 2012, The Jerome Levy Forecasting Center, <http://levyforecast.com/jlwp/wp-content/uploads/2012/04/The-Contained-Depression-April-2012.pdf>.

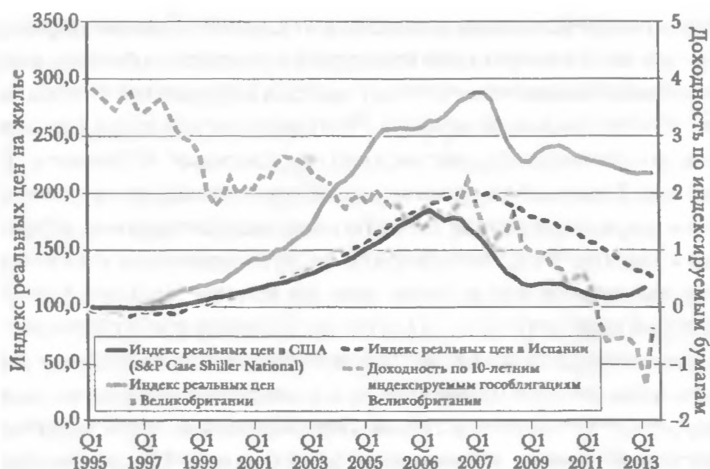


РИС. 31. Индексы реальных цен на жилье и реальная индексируемая доходность

Источник: Thomson Reuters Datastream.

ных процентных ставок, указывающее на будущее *падение* долгосрочной доходности в экономике, на первоначальном этапе приводит к *повышению* цен на долгосрочные активы. Это вводит людей в заблуждение. Им начинает казаться, что повышение цен на активы — это долгосрочная восходящая тенденция, тогда как на самом деле это всего лишь однократная корректировка. Кроме того, ценовые диспропорции развиваются только в тех странах, которые разрешают или поощряют рост числа ипотечных ссуд, ведь очень немногие люди имеют достаточную наличность, чтобы сразу оплатить недвижимость, большинство же нуждается в эластичном кредитном рынке.

Опять же, по своей природе недвижимость — это актив, торгуемый небольшими партиями на относительно неликвидных рынках, и, как следствие, цены на недвижимость изменяются медленней, чем, скажем, цены на акции. В странах, где предложение земли под застройку довольно эластично, как в США и Испании, удорожание жилья приведет к расширению предложения и рано или поздно вызовет обратное понижение цен. Следовательно, долгосрочный эффект от снижения процентных ставок — увеличение предложения нового жилья, а не рост цен на него. Так было в США и Испании, хотя

на это потребовалось целое десятилетие. Таким образом, если реальная процентная ставка падает, цена на удачно расположенные участки должна закрепиться на новом, более высоком уровне. Что касается жилья, то цены на него должны вырасти лишь временно. В таких странах, как Великобритания, где оборот земли под застройку жильем ограничен плановыми нормативами, эффект будет иным. Там, вследствие искусственного снижения доступности жилья, рост цен на жилье длится дольше (по крайней мере в 2014 году, на момент написания книги, этот вывод подтверждается). Иногда приходится слышать, что ограниченность предложения жилья вызвана не искусственными плановыми нормами, а абсолютной нехваткой земли в Англии. Но это миф. На самом деле лишь 10,6% территории Англии занято городами (и сюда входят городские парки и сады, на которые приходится 79% всей территории городов)¹⁶. При соответствующем желании расширить предложение было бы просто.

В краткосрочном периоде низкая реальная процентная ставка повышает цены активов; в среднесрочном периоде она вызывает кредитные бумы и рост строительства; в долгосрочном периоде — приводит к крахам жилищных пузырей и финансовым потрясениям. В мире рынков, достигающих совершенного равновесия и обладающих совершенным предвидением, ничего подобного бы не происходило. Но наш мир *не таков*. В реальном мире все эти события происходят, о чем и предупреждал Мински¹⁷.

Сдвиг в сторону глобальных дисбалансов

Таким образом, на глобальном уровне избыток сбережений отражается в низких реальных процентных ставках. Их мы и наблюдаем. Однако глобальный избы-

16. Mark Easton, 'The Great Myth of Urban Britain', 28 June 2012, <http://www.bbc.co.uk/news/uk-18623096>.

17. Специалист в области поведенческой экономики Роберт Шиллер лучше многих других, в том числе экономистов, понимал, к чему ведут диспропорции на рынке жилья. См.: Robert Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Financial Crisis Happened, and What to Do About It* (Princeton: Princeton University Press, 2008).

ток сбережений едва ли будет распределяться между странами равномерно. Напротив, с высокой долей вероятности одни страны будут иметь большой избыток сбережений, а другие — нет, что и отмечал Бернанке. Подобные избыточные сбережения на уровне отдельных стран отражаются в профиците текущего счета, то есть избытке экспорта товаров и услуг над импортом товаров и услуг. На самом деле фактический избыток сбережений — это не что иное, как профицит текущего счета, равный чистому экспорту капитала страны, взятому с обратным знаком. Самое поразительное, что в течение десяти лет после азиатского кризиса на глобальном уровне действительно произошел гигантский рост профицитов и дефицитов текущего счета, и высшей точки этот процесс достиг в аккурат перед глобальным финансовым кризисом (см. рис. 32).

Рост глобальных дисбалансов

В период с 1996 года, то есть незадолго перед азиатским финансовым кризисом, по 2006 год дисбалансы росли примерно в пять раз быстрее мирового выпуска. Возникли три группы стран — нетто-экспортеров капитала: Китай и формирующиеся азиатские экономики; развитые экспортно ориентированные экономики со стареющим населением (Германия и Япония) и страны — экспортеры нефти (страны Персидского залива, Россия, Норвегия и т. д.). Кроме того, возникли две группы крупных нетто-импортеров капитала: США и «периферия Европы» — страны Западной, Южной и Восточной Европы. Не случайно, что глобальный финансовый кризис, начавшийся в 2007 году, сильнее всего ударил по импортерам капитала. Следует особо подчеркнуть масштабы изменений: в 1996 году совокупный профицит текущего счета всех стран, имевших профицит, равнялся 298 млрд долларов, причем на первые десять стран приходились 228 млрд долларов. В 2006 году совокупный профицит вырос до 1,527 трлн долларов, а на верхнюю десятку приходились 1,037 трлн долларов. В 1996 году крупнейшей страной-кредитором была Япония, обладавшая профицитом всего в 66 млрд долларов; затем шла Италия с 39 млрд долларов и Нидерланды с 22 млрд дол-

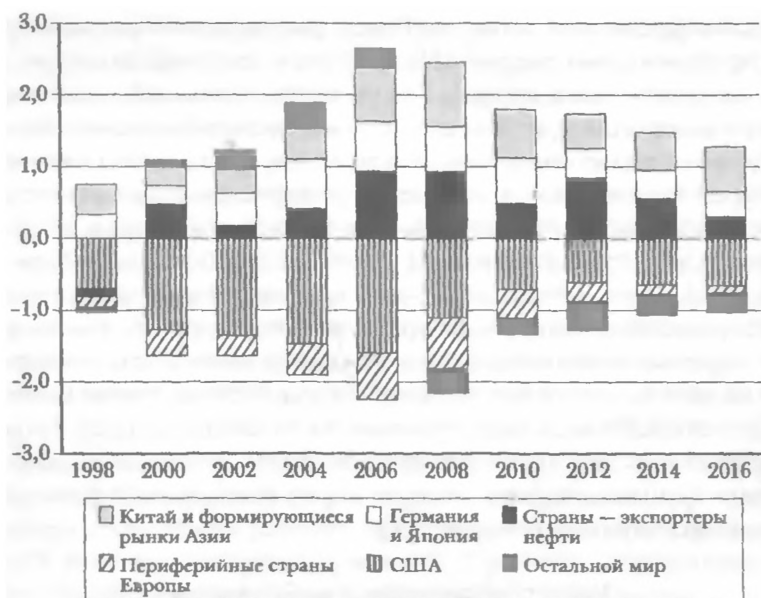


РИС. 32. Глобальные дисбалансы
(сальдо текущего счета в % от мирового ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook.

ларов. В 2006 году крупнейшим кредитором был Китай с профицитом в 232 млрд долларов, за ним — Германия с 182 млрд долларов и Япония с 171 млрд долларов. Карта движения нетто-потоков капитала, зеркально отражающих профициты и дефициты текущего счета, в корне преобразилась¹⁸.

Как отмечают Питер Темин из Массачусетского технологического института и Дэвид Вайнс из Оксфордского университета в замечательной книге о макроэкономических истоках и последствиях кризиса, лучше всего рассматривать причины происходящего в терминах внутреннего и внешнего макроэкономических балансов экономики¹⁹. Внутренняя сбалансированность означа-

18. Показатели взяты из базы данных МВФ World Economic Outlook database, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>.

19. Peter Temin and David Vines, *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013), ch. 4, esp. p. 142–143; Питер Темин и Дэвид Вайнс, *Экономика без лидера. Почему распалась мировая экономическая система*

ет, что экономика функционирует в состоянии, близком к полной занятости, или, как принято сегодня говорить, «нулевого разрыва выпуска», то есть в состоянии, когда ожидаемая долгосрочная инфляция стабильна. Внешняя сбалансированность означает, что устойчиво внешнее положение экономики, т. е. сальдо ее внешней торговли и сальдо потоков капитала (эти два показателя составляют две оборотные стороны платежного баланса страны, поскольку нетто-приток капитала является источником финансирования дефицита текущего счета): устойчивым является такой дефицит, который можно финансировать на приемлемых условиях неограниченно долго. Если для его финансирования требуется слишком большой приток иностранного капитала, то средства будут постепенно дорожать и в какой-то момент их приток может резко остановиться. Такая участь постигла в 2010 году Грецию, как было показано в главе 2. Эффект «стоп-крана» на рынках капитала случается, когда инвесторы все вместе приходят к выводу, что дефицит действительно неустойчив: этот эффект напоминает набег на банки, поскольку индивидуальные инвесторы, решая прекратить финансирование, исходят из решения окружающих сделать то же самое. Следовательно, «устойчивость» — это, в конечном счете, субъективный, а не объективный критерий. Как говорит Гамлет, «нет ничего ни хорошего, ни плохого; это размышление делает все таковым»²⁰.

Увы, внешняя устойчивость принципиально асимметрична. Страна с профицитом текущего счета может почти бесконечно накапливать чистые требования к остальному миру. Но накапливать чистые обязательства перед остальным миром таким же образом обычно невозможно. Рано или поздно такую страну перестанут кредитовать. Так произошло с еврозоной, где центральным событием кризиса, как показано в главе 2, стало неприятное открытие того факта, что даже валютный союз, вопреки популярному (и глупому) мнению, не из-

и как ее собрать (Москва: Издательство Института Гайдара, 2015), гл. 4, особ. с. 231–232.

20. Цит по: Уильям Шекспир, *Гамлет, принц датский* / пер. М. Лозинского. — Примеч. пер.

бавляет от проблем с дисбалансом внешних платежей. Но США (пока что) не прочувствовали на себе эту закономерность. Будучи поставщиком главной резервной валюты в мире, США по-прежнему пользуются выгодами чрезвычайно эластичного кредита.

Суммируем: после азиатского кризиса макроэкономическая сбалансированность на глобальном уровне сочеталась с нарастающими диспропорциями между доходами и расходами внутри ключевых стран. То же самое происходило и внутри еврозоны. Однако эта форма достижения макроэкономического баланса оказалась хрупкой и в итоге привела к глобальному финансовому кризису.

Движущие силы глобальных дисбалансов

Чтобы понять, откуда возникли глобальные дисбалансы, сначала следует изучить те силы, которые привели к образованию избытка сбережений в странах-кредиторах. Сразу после азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов в пострадавших от него странах — Индонезии, Малайзии, Таиланде, Филиппинах и Южной Корее — инвестиции упали примерно на 10% ВВП²¹. Так возникла «нехватка инвестиций». В то же время в других странах, особенно в Германии и странах — экспортерах нефти возник избыток сбережений. В Германии уровень инвестиций был низким, тогда как прибыли и сбережения — высокими. В странах — экспортерах нефти доходы от высоких цен на нефть по большей части доставались государству и почти всегда направлялись в сбережения.

В Китае картина была более сложной: в 2000-е годы резко выросли инвестиции, однако сбережения выросли еще больше²². Джастин Линь, китайский экономист, занявший пост главного экономиста Всемирного банка, считает, что чрезвычайно высокая норма сбережений,

21. Peter Temin and David Vines, *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013), ch. 4, esp. p. 142–143; Питер Темин и Дэвид Вайнс, *Экономика без лидера. Почему рассыпалась мировая экономическая система и как ее собрать* (Москва: Издательство Института Гайдара, 2015), гл. 4, особ. с. 231–232.

22. О факторах огромных сбережений в Китае в 2000-е годы см.: Justin Yifu Lin, *Against the Consensus: Reflections on the Great Recession* (Cambridge: Cambridge University Press, 2013), ch. 5.

в 2008 году намного превышавшая 50% ВВП, объясняется структурой китайской экономики. Примерно 60% общей суммы сбережений Китая приходится на государство и корпорации, остальная часть — на домохозяйства. Корпорации, в частности, сберегали до 40% валовых национальных сбережений. Такие показатели обусловлены режимом экономической политики и структурными характеристиками экономики, перемещающими доход от домохозяйств к корпорациям. Среди них профессор Линь выделяет практически полное отсутствие налогов на прибыль, низкие рентные платежи за природные ресурсы, государственную монополию в финансовом секторе, позволяющую взимать налог с владельцев сбережений в форме заниженных процентных ставок по депозитам, а также монополизацию финансовой и телекоммуникационной отрасли. Кроме того, как отмечает профессор Петти, росту прибылей корпораций способствуют интервенции государства на валютный рынок, позволяющие поддерживать заниженный реальный обменный курс²³.

Важнейшую роль сыграли масштабные интервенции на валютные рынки, которые проводили правительства, главным образом правительства формирующихся экономик. Их политику можно объяснить четырьмя причинами.

Первая причина, особенно важная для стран — экспортеров нефти, — стремление накапливать предположительно высококачественные иностранные активы, чаще всего государственные облигации. В этом случае правительство обменивает сырьевой актив, то есть нефть, на актив, лежащий за рубежом.

Вторая причина — политика стимулирования экспортно ориентированного экономического роста, самая эффективная стратегия экономического развития²⁴. Азиатский финансовый кризис усилил стимулы к этой стратегии, в первую очередь среди самих азиатских стран.

Третья причина — стратегия экономического развития на основе высокого уровня инвестиций, прибылей

23. Pettis, *The Great Rebalancing*, p. 34.

24. Raghuram Rajan, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2010), ch. 2.

и сбережений. Согласно Петти, этот путь, впервые пройденный Японией, предполагает систематическое занижение курса валюты, относительно медленный рост заработной платы и, следовательно, низкую долю заработной платы в национальном доходе, а также репрессивную финансовую политику, «в рамках которой государство распределяет кредит, а центральный банк удерживает процентные ставки ниже их естественного или равновесного уровня»²⁵. Азиатские страны стремились к профициту торгового баланса, чтобы экспортировать избыток выпуска и сбережений, появление которого прямо следовало из такой стратегии. Все это вдвойне справедливо относительно Китая 2000-х годов.

Последняя причина — стремление обеспечить страховую защиту на случай финансового кризиса, отчасти путем накопления резервов иностранной валюты, отчасти — снижая зависимость от капризных потоков иностранного капитала. Многие формирующиеся экономики на своем горьком опыте выяснили, что масштабный чистый импорт финансового капитала часто приводит к пузырям на рынке недвижимости и к безответственному кредитованию, оборачиваясь большими издержками для населения. Они поняли, что в случае кризиса не смогут рассчитывать на достаточную помощь, а если что-то и получают, то лишь на унижительных условиях. Поэтому многие страны решили, что останутся на глобальных финансовых рынках, но будут «курить не в затыл». Еще разумней поступали те, кто превращал притекший из-за рубежа капитал обратно в резервы иностранной валюты²⁶. Китайские власти, хорошо помня прошлые унижения, готовили подушку безопасности с особым усердием. Они не могли допустить, чтобы их страна стала игрушкой в руках международной бюрократии или американских властей. Западная финансовая система, в 1970-е, 1980-е и 1990-е годы доказавшая

25. Pettis, *The Great Rebalancing*, p. 53.

26. Об этой стратегии см.: Moritz Schularick, 'Touching the Brakes after the Crash: A Historical View of Reserve Accumulation and Financial Integration', *Global Economy Journal*, vol. 9, Issue 4 (2009), http://www.jfki.fu-berlin.de/faculty/economics/team/Ehemalige_Mitarbeiter_innen/schularick/A_Historical_View_of_Reserve_Accumulation_and_Financial_Integration.pdf?1376087666.

неспособность построить устойчивые и рациональные механизмы перемещения ресурсов на формирующиеся рынки, теперь оказалась в роли жертвы: если раньше финансовые институты стран с высоким доходом экспортировали кризисы, то теперь — импортировали.

Стратегию роста на основе избыточных сбережений и экспорта стремились реализовать не только формирующиеся экономики. На протяжении большей части послевоенного периода Германия и Япония делали то же самое. Последствия их политики профессор Раджан описывает следующим образом: «Но пока такие большие страны, как Германия и Япония, остаются структурно предрасположенными к экспорту и даже обреченными на его рост, глобальное предложение неизбежно находит слабые звенья — страны, проводящие непоследовательную политику или отличающиеся наихудшей дисциплиной, — искушая их тратить деньги до тех пор, пока они могут себе это позволить, и тем самым ввергая их в кризис»²⁷. Не вполне ясно, почему экономическая структура этих двух стран неизменно порождает избыточные сбережения и, соответственно, большие профициты текущего счета. Может быть, дело в том, что они больше ориентируются на производство, а не на потребление. Возможно, они, как и Китай, осознают, насколько опасно превратиться в нетто-заемщика. Может быть, они видят в экспорте возможность отыграться за военные поражения мирными методами. Может быть, их экономическая структура — это результат экспортно ориентированной модели развития, сложившейся после Второй мировой войны. В случае Германии, возможно, все объясняется стойким неприятием политики управления спросом, а следовательно, необходимостью использовать чистый экспорт как способ балансировки внутреннего спроса и предложения (как объясняется в главе 2). На самом деле каждая из этих причин, скорее всего, оказывает определенное влияние. К числу причин, без сомнения, следует добавить и старение населения. Но само по себе оно не является достаточным объяснением. Следует иметь в виду, что многие страны со стареющим населением не имеют большого профицита текущего счета (возьмите, к примеру, Италию) и что Гер-

27. Rajan, *Fault Lines*, p. 10; Раджан, *Линии разлома*, с. 27.

мания имела значительный профицит текущего счета еще до того, как процесс старения начался (то есть до объединения в одну страну).

В случае Японии проводить подобную политику труднее из-за режима плавающего валютного курса иены, в отличие от Германии (как мы увидим далее в этой главе), по крайней мере до вступления последней в зону евро. Вот почему Япония время от времени пополняла резервы иностранной валюты, чтобы удерживать курс иены от повышения²⁸. Агрессивная политика денежного стимулирования, получившая название «абэномики» по имени премьер-министра Синдзо Абэ, — еще одна попытка возобновить экономический рост, повысив внешнюю конкурентоспособность: с ноября 2012 года (то есть незадолго до момента, когда начался второй срок премьер-министра) по июль 2013 года реальный эффективный обменный курс иены по оценке *JP Morgan* упал на 17%.

Понять вызовы, перед которыми оказались экономические власти в США, особенно ФРС, после 1997 года, можно, только представив себе этот международный контекст. Согласно закону целью ФРС была (и остается) стабилизация инфляции и поддержание низкого уровня безработицы в США. Мы вправе сформулировать эту задачу как обеспечение внутренней сбалансированности. В период 1997–2000 годов поддержку спроса обеспечивал ценовой пузырь на фондовом рынке, так что в активной денежной политике не было необходимости (см. рис. 29). Но затем пузырь лопнул. И ФРС пришлось иметь дело с существенно ослабевшей экономикой. Были резко снижены процентные ставки. Затем случился еще один шок — террористический акт 11 сентября 2001 года. Восстановление оставалось слабым. Появились опасения, что США застрянет в той же дефляционной ловушке, что и Япония. Бернанке выразил эти опасения вполне отчетливо, когда выступил в ноябре 2002 года с известной речью под красноречивым названием «Дефляция: как добиться, чтобы „Это“ не повторилось у нас»²⁹.

28. В феврале 1999 — феврале 2004 года валютные резервы Японии выросли на 472 млрд долларов.

29. Ben Bernanke, 'Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here', 21 November 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/>.

Затем ФРС снизила интервенционную ставку до 1%. Целью было достичь внутренней сбалансированности, и на какое-то время это удалось. Но затем джинн вырвался из-под контроля. Дело в том, что денежная политика искусственно вызвала перегрев в четырех сферах экономики: росли цены на жилье; рос долг, в первую очередь долг домохозяйств; рос финансовый дефицит (избыток расходов над доходами) в секторе домохозяйств; рос рычаг в финансовом секторе.

Теперь посмотрим, что происходило с внешним балансом США. В 2001 и 2002 годах дефицит текущего счета (отрицательный баланс от торговли товарами и нефакторными услугами) в США достигал соответственно 3,7 и 4,2% ВВП, хотя в экономике все еще продолжалась рецессия. Это значение намного превышало показатель 1997 года, равнявшийся 1,6% ВВП. К 2006 году дефицит текущего счета достиг 5,8% ВВП; внешний дефицит одних только США компенсировал 60% совокупного профицита всех регионов, показанных на рис. 32. Со времен азиатского кризиса США превратились в главного поставщика спроса для мировой экономики. Но сочетание рецессии начала 2000-х годов с огромным дефицитом текущего счета (особенно если речь идет о богатой стране, для которой нормально выступать нетто-экспортером, а не импортером капитала) говорит о значительном завышении реального курса доллара, то есть о завышении цен неторгуемых товаров и услуг (таких, которые трудно продать за рубежом) относительно цен торгуемых товаров и услуг (таких, которые легко продать другим странам). Иными словами, стимулы к производству перспективных для экспорта товаров и услуг были слишком слабыми, а стимулы к производству неперспективных — высокими. Именно это имеют в виду, когда говорят, что курс валюты завышен. Сильное обесценение валюты в реальном выражении оказало бы на экономику стимулирующий эффект, повысив экспорт и снизив импорт. Тогда не пришлось бы переходить к агрессивной кредитно-денежной политике. ФРС ограничилась бы ужесточением действующей политики, что как минимум ослабило бы развитие жилищного и кредитного пузыря. Если принять во внимание бюджетную политику администрации Джорджа Буша,

которая урезала налоги и повышала расходы на здравоохранение и войны в отсутствие альтернативных источников средств, то при таком раскладе ФРС пришлось бы бороться не с экономическим спадом, а с перегревом экономики.

К сожалению, у США не было прямых рычагов воздействия на стоимость доллара, поскольку эта валюта является резервной. За рубежом часто жалуются, что для США это «непомерная привилегия», как выразился еще в 1960-х годах тогдашний премьер-министр Франции Валери Жискар д'Эстен. Профессор Петти, наоборот, считает, что это непомерная ноша, потому что из-за нее США теряют контроль над своим обменным курсом и вынуждены «импортировать безработицу» из стран — партнеров по торговле³⁰.

Убедиться, что доллар не может свободно упасть, легко: с начала 2000 по начало 2013 года правительства по всему миру, главным образом в формирующихся экономиках, проводя валютные интервенции, накопили резервов примерно на 9,5 трлн в долларовом эквиваленте. В то же время с 2000 по 2012 год накопленный дефицит текущего счета США составил 7,1 трлн долларов. Кроме того, на доллар США приходилось 62% мировых резервов иностранной валюты, накопленных к концу первого квартала 2013 года, статистика по которым предоставляется МВФ. Если та же пропорция верна и для всех мировых резервов иностранной валюты, то в начале 2013 года иностранные правительства располагали около 6,9 трлн долларов активов, деноминированных в американской валюте. Это почти равно накопленному дефициту текущего счета США за 2000–2012 годы³¹. Короче говоря, правительства осуществляли громадные интервенции, стремясь сохранить низкий курс своей валюты по отношению к доллару США, и тем самым финансировали американский дефицит.

Поскольку доллар был слишком дорогим, производство торгуемых товаров и услуг в США было относитель-

30. Pettis, *The Great Rebalancing*, pp. 174–177.

31. International Monetary Fund, 'Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)', 28 June 2013, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

но неприбыльным и потому росло медленными темпами. ФРС противодействовала этому давлению на выпуск и занятость (а следовательно, и инфляцию) с помощью агрессивной денежной политики. По мере роста внутреннего спроса на неторгуемые и торгуемые товары возник огромный избыточный спрос на торгуемые товары. Эту потребность удовлетворило расширение производства за рубежом, прежде всего в Китае, порождая у США огромные дефициты торгового баланса и текущего счета. В то же время спрос и предложение неторгуемых товаров вернулись к равновесию, обеспечив ту самую полную занятость, которой добивалась ФРС. Таким образом, удалось достичь внутренней сбалансированности, то есть полной занятости, пускай ненадолго и ценой огромного внешнего дисбаланса — избыточного спроса на торгуемые товары и, как следствие, дефицита торговли и текущего счета.

Глобальный рынок американского доллара не является свободным. На нем действуют правительства, в любой момент готовые осуществить большую покупку, чтобы тем самым не дать ценам достичь своего естественного уровня, уравнивающего спрос и предложение. Точно нельзя сказать, насколько понизился бы доллар, если бы подобных интервенций не было, однако его курс был бы, вне всякого сомнения, намного ниже, и США не пришлось бы проводить столь агрессивную денежную политику. По словам Петти, «избыточное применение доллара США на международном уровне неизбежно приводит к повышению либо долга, либо безработицы в США»³².

И, само собой разумеется, ФРС предпочитает бороться с ростом долга. К этому ее обязывает устав, предписывающий центральному банку США поддерживать максимально высокий уровень занятости в сочетании со стабильностью цен (а точнее, со стабильной и низкой инфляцией). Поскольку США не имеют валютной политики и могут свободно занимать в своей собственной валюте, а страны, таргетирующие обменный курс, обычно привязывают его к доллару, ФРС автоматически становится той силой, которая определяет баланс мировой

32. Pettis, *The Great Rebalancing*, p. 16.

макрэкономии, а полем для сведения глобального баланса становится американская экономика. В сущности, ФРС — это всемирный центральный банк, потому что она выпускает валюту, максимально близкую к мировой валюте. Эту роль ФРС играла с переменным успехом на протяжении всего периода после Первой мировой войны³³.

В то же время страны, выходившие на рынки иностранной валюты и экспортировавшие сбережения, стремились стабилизировать свою собственную экономику. Среди прочего это означало, что им нужно было компенсировать или нейтрализовать тот эффект, который вызывал чистый экспорт и в том числе денежные эффекты от валютных интервенций, чтобы избежать хронически избыточного спроса. Дело в том, что, покупая доллары по фиксированному курсу, иностранный центральный банк печатает свою национальную валюту и обменивает ее на иностранную. Этот прирост внутренней денежной базы размещается на депозитах в национальных банках, которые получают право требования к центральному банку и принимают обязательства перед своими внутренними клиентами. Центральный банк обычно стремится сгладить воздействие роста денежной базы на совокупное предложение денег внутри экономики. Для этого он продает на внутреннем рынке неденежные долговые инструменты, тем самым изымая денежную базу из обращения (это называется «стерилизацией»), или повышает требования к резервам коммерческих банков (это компенсирует последствия роста денежной базы).

Не имея возможности достичь внешней сбалансированности теми же средствами, которые использовали другие страны в конце 1990-х и 2000-х годах, денежная политика США оказалась перед задачей сродни наполнению водой дырявого ведра: существенная часть внутреннего спроса США уходила за рубеж. В 2006 году, когда в экономике наблюдался небольшой положительный разрыв выпуска (то есть фактический выпуск был немного выше выпуска при полном задействова-

33. О роли ФРС после Первой мировой войны см.: Liaquat Ahamed, *Lords of Finance: The Bankers who Broke the World* (New York: Penguin, 2009).

нии производственных мощностей), совокупный внутренний спрос превышал валовой внутренний продукт почти на 6% (то есть на величину дефицита текущего счета). Разница между совокупным внутренним спросом и выпуском — это и есть дефицит текущего счета согласно определению, данному в национальных счетах. За ним стоит простая логика: если резиденты данной страны потребляют больше, чем производят, то дополнительный выпуск, на который они предъявляют спрос, должен поступать из-за рубежа, то есть импорт должен быть больше экспорта на величину, достаточную для покрытия разрыва между выпуском и спросом. Можно посмотреть на эту ситуацию иначе: чтобы внутренний выпуск был достаточен для достижения полной загрузки производственных мощностей, совокупный спрос при полной занятости должен превышать внутренний выпуск на величину дефицита текущего счета. Именно такая задача стояла перед ФРС.

Проблему усугубило то обстоятельство, что среди всех секторов экономики корпоративный сектор более прочих склонен к превышению расходов над доходами (точнее, инвестиций над сбережениями). Именно это и произошло на пике развития пузыря на фондовом рынке в конце 1990-х годов: тогда финансовый дефицит корпоративного сектора достиг 4% ВВП. Но после 2000 года и вплоть до кризиса 2008 года сектор корпораций, несмотря на мягкую денежную политику, поддерживал примерно нулевой баланс (см. рис. 33)³⁴. В первую очередь это объясняется тем, что во втором квартале 2000 года, когда биржевой пузырь лопнул, валовые инвестиции корпораций достигли максимума, составив 13,6% ВВП. Во втором квартале 2003 года они упали до 10,1 ВВП, но ко второму кварталу 2007 года, то есть накануне глобального финансового кризиса, поднялись до 11,8% вслед за восстановлением экономики. Как только наступил кризис, а затем глубокая рецес-

34. Своим пониманием финансовых балансов по секторам экономики я обязан поздней работе Уэйна Годли. Подробно с его подходом можно ознакомиться в: Wynne Godley and Marc Lavoie, *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production, and Wealth* (Basing-stoke: Palgrave Macmillan, 2007).

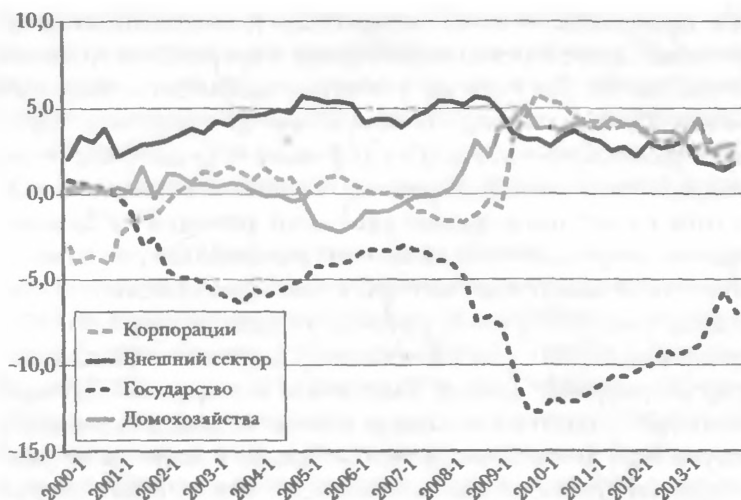


РИС. 33. Финансовые балансы в экономике США после 2000 года (в % от глобальных балансов)

Источник: Bureau of Economic Analysis.

сия, инвестиции обвалились, достигнув в третьем квартале 2009 года минимума в 7,5% ВВП. Поскольку объемы прибылей оставались высокими, на протяжении всех 2000-х годов сектор корпораций сохранял финансовый профицит, за исключением короткого периода с конца 2006 года по конец 2008 года. Это во многом и породило избыток сбережений. Дефицит, следовательно, должен был переместиться к домохозяйствам и правительству. В 2006 году в обоих секторах наблюдался финансовый дефицит примерно на 3% ВВП. Переход бюджета от профицита эпохи Клинтона к дефициту стал прямым следствием политики президента Буша, который сокращал налоги и вел войны, не компенсируя новые расходы дополнительными источниками финансирования; стимулирование дефицита в секторе домохозяйств стало во многом косвенным следствием денежной политики Гринспена.

Убедить домохозяйства год за годом тратить больше, чем они получают доходов, довольно непросто. Сектор американских домохозяйств неизменно выступал чистым поставщиком сбережений для остальной экономики; иными словами, он сберегал больше, чем инвестиро-

вал в жилье и товары длительного пользования. Теперь ему пришлось сменить амплуа. Чтобы достичь столь необычного состояния крупного дефицита в секторе домохозяйств, нужно было обеспечить рост цен на жилье, снизив тем самым сбережения домохозяйств, а также запустить строительный бум, подняв их инвестиции. Ни то ни другое было бы невозможно без чрезвычайно доступного кредитования.

Сдвиг финансового положения американских домохозяйств в сторону столь значительного дефицита тем удивительней, что между ними резко усилилось неравенство. При прочих равных следовало бы ожидать, что это вызовет рост, а не снижение нормы совокупных сбережений домохозяйств, потому что богатые, как правило, сберегают больше бедных³⁵. Рагурам Раджан отмечает: «Иначе говоря, из каждого дополнительно доллара от роста реальных доходов в период между 1976 и 2007 годами 58 центов шли в руки наиболее состоятельного 1% домохозяйств»³⁶. В отчете Бюджетного управления Конгресса США приводятся следующие данные:

Доля доходов [после вычета налогов], полученных одним процентом наиболее богатых домохозяйств, увеличилась с 8% в 1979 году до 17% в 2007 году. Доля 10% наиболее богатых домохозяйств, не считая одного процента самых богатых, в целом не изменилась, поднявшись с 35 до 36%. В то же время доля 60% домохозяйств, составляющих три средних квинтиля распределения, упала в 1979–2007 годах на 7 п.п., с 50 до 43% от совокупного дохода домохозяйств после налогообложения, а доля наиболее бедных домохозяйств сократилась с 7 до 5%³⁷.

Поразительно, что столь резкий рост неравенства привел не к повышению нормы сбережения домохозяйств, а, наоборот, к ее понижению. Единственное правдоподобное объяснение — легкодоступность кредита.

35. О том, какое значение имел рост неравенства в США, см.: Temin and Vines, *The Leaderless Economy*, p. 128–132; Темин и Вайнс, *Экономика без лидера*, с. 218–225; Rajan, *Fault Lines*, ch. 1; Раджан, *Линии разлома*, гл. 1.

36. Rajan, *Fault Lines*, p. 8; Раджан, *Линии разлома*, с. 23–24.

37. Congressional Budget Office, 'Trends in the Distribution of Household Incomes between 1979 and 2007', October 2011, <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/10-25-HouseholdIncome.pdf>, p. 3.

Это подводит нас к вопросу о глубинных силах, вызывавших глобальный избыток сбережения и, соответственно, остальные дисбалансы.

Сбережения и кредит

Гипотеза избытка сбережений — не единственное из предложенных объяснений причин кризиса. Клаудио Борио из Банка международных расчетов обращает внимание на тот факт, что валовая величина финансового рычага и валовой оборот международных потоков капитала намного превосходят нетто-потоки из стран с профицитом в страны с дефицитом³⁶. Когда грянул кризис, ущерб для каждой отдельной страны определялся именно состоянием ее платежного баланса. Также Борио отмечает, что повышение финансового рычага (к примеру, см. данные по США на рис. 5) почти полностью ограничивалось странами с высоким доходом. Далее, валовой объем трансграничных потоков капитала (сумма притока и оттока прямых, портфельных и других видов инвестиций) намного превышал нетто-движение капитала, отраженное на рис. 32, увеличившись с 10% мирового ВВП в 2002 году до более чем 30% мирового ВВП в 2007 году. Это валовое движение капитала почти полностью приходилось на страны с высоким доходом, так как именно там сосредоточены главные мировые финансовые центры. Но в определенный момент это движение, как и следовало ожидать, замерло³⁹.

Такое соотношение между нетто-потоками финансирования, которые являются оборотной стороной дефицитов текущего счета, и ростом валовых потоков и, соответственно, валового финансового рычага объясняется тем, что денежная политика (нацеленная на достижение внутренней сбалансированности ценой огромных внешних дисбалансов) неизбежно вела к перегреву экономики, создавая огромные избытки: значительный рост цен на жилье, избыточные масштабы строительства, зна-

38. Claudio Borio, 'Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?', BIS Working Paper No. 346, May 2011, <http://www.bis.org/publ/work346.pdf>.

39. Ibid., Graph 5, p. 14.

чительный рост задолженности, а также внушительный рост размеров, прибыльности и уровня рычага финансового сектора. Эдер Тернер безусловно прав, когда говорит, что главная цель деятельности современной финансовой системы — упростить покупку *существующих* активов, а отнюдь не создание новых активов и даже не прямое финансирование потребления⁴⁰. Но только последние две формы кредитования и расходования напрямую влияют на уровень фактического спроса в экономике. Это означает, что значительное превышение валовых над чистыми заимствованиями и, соответственно, значительный рост валового долга — неотъемлемое свойство нынешней финансовой системы. К тому моменту, когда эта система обеспечит достижение внутризкономического баланса, что составляет цель экономической политики, участники финансовой системы успевают создать огромный рычаг, преследуя лишь одну цель — приобрести как можно более дорогие активы из доступных на рынке. Более того, как отмечено в главе 4, в эту дивную новую эпоху перекосы финансового сектора распространились на весь остальной мир — в качестве примеров можно упомянуть распространение токсичных секьюритизированных активов, а также избыточного межбанковского кредитования.

Парадокс состоит в том, что политика, нацеленная на достижение внутренней сбалансированности, в конечном счете только усиливает внутренний дисбаланс. Это самый главный урок, который центральные банки должны помнить сегодня, когда они еще отчаянно пытаются достичь внутренней сбалансированности в еще более неблагоприятных экономических условиях. На самом деле, оглядываясь назад, можно заключить, что гораздо лучше было бы обеспечить дополнительный спрос за счет более высокого бюджетного дефицита в США и других странах с внешним дефицитом, а не за счет огромного дефицита в частном секторе, порожденного агрессивной денежной политикой.

40. См. Adair Turner, 'Escaping the Debt Addiction: Monetary and Macro-Prudential Policy in the Post-Crisis World', 10 February 2014, p. 12–18, <http://fineteconomics.org/sites/inet.civicaactions.net/files/Frankfurt%20Escaping%20the%20debt%20addiction%2010%20FEB.pdf>.

Есть два обстоятельства, из-за которых денежная политика усугубила дисбалансы, ради преодоления которых ее и запустили в начале 2000-х годов. Первое связано с масштабом финансового рычага, созданного кредитным бумом. Второе связано с тем, что бухгалтерские балансы становятся более хрупкими.

Понять первое обстоятельство очень просто. Денежные власти в США устанавливали процентные ставки, исходя из внешних дисбалансов, которые сами во многом были результатом экономической структуры и экономической политики в других странах. Ввиду большого, а иногда просто грандиозного размера внешних дисбалансов экономическим властям приходилось расширять кредит — настолько, сколько требовалось для поддержания достигнутого уровня потребления в секторе домохозяйств. Рост валового долга показывает, что масштаб расширения кредитования был значительным (по причинам, рассмотренным Тернером). Большой уровень валового долга означает, что его существенная доля — это обязательства одних американцев перед другими. При падении цен на активы, обеспечивающие эту задолженность, экономика начинает сжиматься и возникает опасность массовых банкротств; в том числе под ударом оказывается значительная часть финансового сектора. Подобная «рецессия балансов» — самое опасное из всех возможных итогов кредитного бума⁴¹.

Второе обстоятельство касается структуры балансовых счетов. Перед кризисом спрос на активы с высоким рейтингом, прежде всего на облигации инвестиционного класса, превышал предложение, что толкало цены вверх, а доходность — вниз. Отчасти это вызывалось все теми же огромными профицитами текущего

41. Дирк Дж. Бецемер из Гронингенского университета считает, что «модели финансовых потоков», которые много внимания уделяют сдвигам в балансах доходов и расходов, размеру платежного баланса финансового сектора и объему финансовых обязательств в системе, особенно в секторе домохозяйств, оказались намного сильнее в прогнозировании кризиса, чем стандартные вальрасианские модели общего равновесия. На самом деле, последние вообще не включают кредитную систему, а потому в прогнозировании подобных кризисов бесполезны. См. Bezeemer, ' "No One Saw This Coming": Understanding Financial Crisis through Accounting Models', 16 June 2009, Munich Personal RePEc Archive, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15892>.

счета, интервенциями на валютные рынки и, как следствие, высоким спросом на безопасные активы. Многие инвесторы, прежде всего в сфере пенсионного обеспечения, такие как пенсионные фонды, искали более высокой доходности, чем у государственных облигаций, а акции утратили привлекательность после обвала фондового рынка в 2000 году. Рынок ответил на эту потребность, создав массовый поток активов с повышенной доходностью и искусственно завышенным рейтингом. Переворачивая идею Йозефа Шумпетера о «созидательном разрушении», Джагдиш Бхагвати из Колумбийского университета назвал этот процесс «разрушительным созиданием»⁴². Новый тип структурированных финансовых продуктов дал инвесторам то, чего они желали. Как отмечал в 2009 году Ллойд Бланкфейн, председатель *Goldman Sachs*, «в январе 2008 года в мире было 12 компаний с рейтингом AAA. Одновременно было 64 тыс. структурированных финансовых инструментов... с рейтингом AAA»⁴³. Короче говоря, инновационный финансовый сектор в полной мере предоставил рынкам то, чего они хотели. Пожалуй, нельзя лучше проиллюстрировать мысль, что, прежде чем что-то желать, нужно десять раз обдумать свое желание.

Лучший анализ того, как природа спроса на финансовые активы создавала риски внутри финансовой системы, предложили Антон Брендер и Флоренс Пизани из Университета Париж-Дофин⁴⁴. Они говорят, что правительства, накапливая иностранные активы, брали на себя риск курсовой разницы. Но они старались по мере возможности избегать других рисков. Они искали безрисковые активы. Финансовой системе предстояло направить средства иностранных кредиторов, не желавших брать какой-либо риск, на финансирование рискованных активов на внутреннем рынке. В процессе система сама накопила значительные риски. Но новые финансовые инструменты оказались настолько непро-

42. Jagdish Bhagwati, 'We Need to Guard against Destructive Creation', *Financial Times*, London, 16 October 2008, www.ft.com.

43. Lloyd Blankfein, 'Remarks to the Council of Institutional Investors', April 2009, <http://www2.goldmansachs.com/ideas/public-policy/lcb-speech-to-cii.html>.

44. Anton Brender and Florence Pisani, *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance* (Brussels: Centre for European Policy Studies, 2010).

зрачными, что превосходно справились с задачей маскировки этих рисков, что устраивало почти всех игроков.

Те, кто опасался последствий кредитного бума, были правы. С платежным балансом происходило что-то по-настоящему опасное: долг по сравнению с доходами рос лавинообразно; кредитный рычаг все увеличивался, финансовый сектор все разрастался. Одновременно в финансовом секторе нарастали дисбалансы по мере роста рычага, повышения роли краткосрочного межбанковского кредитования, усложнения взаимосвязей, притупления сознательности и добросовестности участников. Довольно легко доказать, что истинными причинами всего этого послужили чрезмерно мягкая денежная политика и режим регулирования. Вопрос в том, почему такая политика была взята на вооружение. Ответ: ее целью было удержать достигнутый уровень спроса в экономике, страдавшей от его хронической нехватки. Центральным банкам приказали решить эту задачу. И они ее решили.

Кредитные пузыри и денежная политика

Итак, тезис заключается в том, что появление глобального избытка сбережений и связанных с ним дисбалансов направляло политику денежного и в меньшей степени финансового сектора, заставляя их создавать избыток кредита. Многие экономисты утверждают, что причинно-следственная связь здесь обратная: безответственная в своей мягкости денежная политика привела к финансовой хрупкости. Среди тех, кто разделяет эту позицию в том или ином варианте, — Эндрю Смитерс из лондонской компании *Smithers & Co.* и его соавтор Стивен Райт из Кембриджского университета, Клаудио Борио из базельского Банка международных расчетов и Уильям Уайт, некогда главный экономист того же банка, а также известный экономист Ричард Дункан⁴⁵. Все они предви-

45. См. Andrew Smithers and Stephen Wright, 'Stock Markets and Central Bankers — The Economic Consequences of Alan Greenspan', *World Economics* 3(1) (2002), p. 101–124; Claudio Borio and William White, 'Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes', Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on 'Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy', 28–30 August 2003,

дели надвигающуюся катастрофу. Не менее критическую позицию в своих работах посткризисного периода занимал Джон Тейлор из Стэнфордского университета, автор названного в его честь «правила Тейлора» (это правило утверждает, что центральный банк должен определять процентную ставку, исходя из разрыва между фактической и целевой инфляцией, а также между фактическим ВВП и его потенциальным уровнем, соответствующим полной загрузке ресурсов)⁴⁶. Позднее Клаудио Борио показал, что кризис — результат избыточного расширения кредита из-за ошибочной денежной политики⁴⁷. Джастин Линь тоже считает, что все случившееся объясняется безответственностью денежных властей в США⁴⁸.

Аргументы, которые они приводят, можно разбить на две группы. К первой относятся доводы о том, что никакого избытка сбережений не было и что глобальные дисбалансы — следствие исключительно ошибок денежной политики в странах с высоким доходом, прежде всего в США. Ко второй группе принадлежит тезис о том, что денежная политика была чрезмерно мягкой вне зависимости от того, был или нет избыток сбережений; иными словами, даже если Бернанке все правильно оценивал, действия ФРС были ошибочными, а провалы в регулировании финансовой системы усугубили ситуацию.

На вопрос, существовал (и существует ли до сих пор) избыток сбережений, следует отвечать утвердительно: на него явно указывают низкие реальные процентные ставки после 1997 года, а также огромный и растущий нетто-поток сбережений из группы стран с профицитом. Даже Линь, активно критикующий политику США и явно заинтересованный в оправдании политики Китая, этого не отрицает. Он не только обсуждает причины чрезвычайно высокого уровня сбережений в Китае, но и выступает с идеей «глобального проекта масштаб-

www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2003/pdf/Boriowhite2003.pdf; и Richard Duncan, *The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy* (Singapore: John Wiley & Sons, 2012).

46. John B. Taylor, *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis* (Stanford: Hoover Institution Press, 2009), ch. 1.

47. Claudio Borio, 'Global Imbalances and the Financial Crisis'.

48. Justin Yifu Lin, *Against the Consensus*.

ных инвестиций в инфраструктуру», по сути, признавая, что существует глобальный излишек сбережений, который нужно абсорбировать⁴⁹.

Дункан утверждает, что никакого избытка сбережений никогда не было. Он полагает, что «большая часть денег, инвестируемых в США этими странами [восточно-азиатскими странами с профицитом], не является сбережениями. Эти деньги суть вновь созданные государством фиатные деньги. Когда в 2007 году Народный банк Китая выпустил юаней на 460 млрд долларов, чтобы купить на них доллары и скорректировать курс юаня, эта сумма не являлась чьими-либо «сбережениями», а была создана буквально из воздуха государством, стремившимся удерживать низкий курс своей валюты и тем самым сохранить конкурентное преимущество дешевой рабочей силы»⁵⁰.

Это утверждение неверно. Когда китайское предприятие экспортирует товар в обмен на доллары, оно получает доход. Вместо того чтобы продавать заработанные доллары другим частникам, предприятие продает их Народному банку Китая по установленной им цене в обмен на созданные им же деньги. Полученные юани предприятие может либо потратить, либо сберечь. На каждом из этапов операции предприятия составляют нормальный цикл доходов и расходов. Это правда, что предложение денег в Китае выросло. Однако рост денежного предложения не равнозначен росту дохода. Это увеличение запаса определенного актива, который может повлиять на уровень дохода. Проводя политику стерилизации, Народный банк Китая как раз стремится смягчить это влияние. Дункан путает деньги с доходом.

Но есть и те, кто утверждают противоположное: США следовало проводить намного более жесткую денежную политику безотносительно к обстановке в мире. К примеру, профессор Тейлор доказывает, что более жесткая денежная политика в конце 2001 — начале 2005 года предотвратила бы бум и крах ценового пузыря на рынке жилья⁵¹. Однако это утверждение порождает по меньшей мере три важных вопроса.

49. Justin Yifu Lin, *Against the Consensus*, ch. 7.

50. Duncan, *The New Depression*, p. 29.

51. Taylor, *Getting Off Track*, p. 3–6.

Первый вопрос — насколько ужесточение денежной политики могло бы ослабить экономику и тем самым помешать центральному банку в достижении явно или неявно установленной цели по инфляции. В частности, профессор Тейлор и другие сторонники похожих взглядов не понимают, как сильно происходящее вне США затрудняло ФРС достижение ее уставной цели. Можно предложить оптимистическое возражение таким доводам. Если бы политика ФРС не вела к столь значительному росту спроса в США, то формирующиеся экономики все равно столкнулись бы с той же дилеммой, что и в 2008 году, только на несколько лет раньше: либо стимулировать внутренний спрос, либо смириться с резким замедлением экономического роста. Возможно, тогда они стали бы проводить более жесткую бюджетную и денежную политику, не полагаясь на США как покупателя последней инстанции. В таком случае им бы не удалось накопить столь объемные резервы, а их итоговые макроэкономические показатели оказались бы хуже тех, которыми они ныне так гордятся (см. главу 3). При этом Китай столкнулся бы с проблемой избыточного кредита на внутреннем рынке гораздо раньше. Был бы такой мир лучше нашего? Возможно, но, говоря так, мы опираемся на послезнание. В начале 2000-х годов истинный масштаб предстоящего кризиса был еще неизвестен.

Второй вопрос — насколько нужно было ужесточить денежную политику, учитывая темпы повышения цен на жилье, наблюдавшиеся в конце 1990-х — первой половине 2000-х годов. Если цены на жилье растут, скажем, на 10% в год, то только очень высокая процентная ставка способна удержать людей в их стремлении купить жилье. Банк Англии поддерживал процентную ставку на гораздо более высоком уровне, чем в США (см. рис. 29). Трудно представить, чтобы ставки в США могли стать выше, чем в Великобритании. Совершенно очевидно, что профессор Тейлор ничего подобного не предлагает. Однако в Великобритании цены на недвижимость росли еще быстрее, чем в США. Отсюда вытекает, что никакое разумное ужесточение денежной политики не могло, как верят многие, остановить рост цен на активы в условиях низких долгосрочных реальных процентных ставок. Конечно, ужесточение денежной политики до той сте-

пени, когда она вызывает серьезную рецессию, решило бы проблему с ростом цен на жилье. Но ни один центральный банк не пошел бы на подобные меры, не имея на то достаточных оснований в виде сильного инфляционного давления во всей экономике. Поступив таким образом, он нарушил бы свои уставные обязательства. Всякий, кто выступает за такие меры, в сущности, выступает за смену режима денежной политики.

Последний вопрос — сколько можно жить с финансовой системой, которая при малейшей ошибке денежных властей выходит из-под контроля, особенно если учесть, что после краха биржевого пузыря в 2000 году и террористических атак 11 сентября 2001 года в США были все основания для смягчения денежной политики. Это, пожалуй, самый главный вопрос, и к нему я вернусь в третьей части книги.

Ввиду всего вышеизложенного тезис о необходимости ужесточить денежную политику открывает нам мало нового. Вопрос в том, насколько ужесточить и с какими последствиями. По сути, те, кто критиковал денежную политику в начале 2000-х годов и критикует ее сегодня, утверждают, что тонкая настройка экономики посредством денежной политики опасна непреднамеренными последствиями⁵². Это, конечно, правильно. Но отказаться от денежной политики, когда в мире существует избыток сбережений, — опять же значит расплачиваться рисками и потерями.

Финансовый кризис еврозоны

Выше я сосредоточился на США как на крупнейшей и важнейшей экономике, непосредственно затронутой глобальным финансовым кризисом. Тот факт, что Великобритания тоже сильно пострадала от кризиса, отчасти объясняется тем, что Лондон и британская банков-

52. Borio, 'Global Imbalances and the Financial Crisis', and William White, 'Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences', Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 126, August 2012, <http://dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>.

ская система прочно встроены в финансовую систему, сердцем которой является США. Особенно важную роль сыграли рынки межбанковского кредита как источник средств, за счет которых финансовые структуры Великобритании стремительно наращивали ипотечное кредитование, а также ряд крупных британских банков, занимающих ключевые позиции в глобальных финансах. Однако кризис еврозоны — совсем другая история. Многие европейские финансовые институты и рынки тоже энергично участвовали в деятельности, приведшей к глобальному финансовому кризису, в особенности как игроки на финансовых рынках США и как покупатели созданных в США токсичных секьюритизированных активов. Но еврозона также прошла через свой внутренний кризис, который стоит рассматривать как побочный продукт внешних дисбалансов в условиях режима фиксированных валютных курсов, в данном случае его крайней формы — валютного союза. Денежный союз стран еврозоны оказался самым злополучным из брачных союзов. Пока одни продолжают стучаться к ней в двери, другие уже сожалеют, что вошли. Но никто не может придумать легкого варианта развода.

Как я отмечал в главе 2, внутри Европейского союза принято во всех бедах винить безответственных заемщиков, преимущественно государственных, но также частных, а значит, и правительства стран, непосредственно пострадавших от кризиса, — Греции, Ирландии, Испании, Италии и Португалии. Но это ошибочная точка зрения. Как напоминает нам цитата из А. Э. Хаусмана, «дважды два — четыре, а не пять», как бы нам ни хотелось обратного. И столь же закономерно, что экспорт одной страны — это импорт другой, профицит текущего счета одной страны — это дефицит другой, а экспорт капитала одной страны — это импорт другой. Раз так, то анализ в терминах внешней и внутренней сбалансированности можно распространить и на еврозону. Как только мы это сделаем, становится очевидным, что главная проблема возникает не из-за чрезмерного спроса со стороны периферии, а из-за хронического недостатка спроса в центре. Коротко говоря, источник проблем — Германия, и, в намного меньшей мере в силу намного меньшего размера, — другие страны — кредиторы еврозоны. По-

чему это так, предстоит выяснить в настоящем разделе. Что с этим делать, выясним в заключении.

Еврозона — это союз стран, вместе образующих крупнейшую в мире после США экономику. Так, в 2012 году ВВП еврозоны в рыночных ценах составлял немногим менее 80% ВВП США. У еврозоны плавающая фиатная валюта, и ни одна другая крупная экономика не стремится управлять ее курсом (в отличие от доллара США). Поэтому разумно предположить, что внешний баланс еврозоны определяется рынком. Кроме того, так уж вышло, что с момента создания еврозоны ее профицит текущего счета составлял лишь небольшую долю от ВВП: внутренние дисбалансы были гораздо насущнее, чем внешние, по крайней мере, до посткризисного периода (см. рис. 34). Среди внутренних дисбалансов два особо примечательны, поскольку зеркально отражают друг друга: это огромный профицит текущего счета у Германии и соответствующий дефицит у Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании (ГИИПИ), которые оба возникли в начале 2000-х годов. Совпадение? Едва ли.

Что же случилось? В еврозоне происходили три процесса — по большей части повторявшие то, что происходило на глобальном уровне, но с одним важным отличием. На глобальном уровне должник (США) сильнее кредиторов; в еврозоне кредитор (Германия) сильнее должников. Кредиторы США не могут заставить США скорректировать дисбалансы посредством дефляции, как бы им этого ни хотелось. Напротив, Германия может навязать должникам еврозоны дефляционную корректировку, если только они не решат ее покинуть. Это различие возникает из простого факта: Германия (в известной степени) контролирует ключевой центральный банк, тогда как Китай — нет.

Первым процессом стало накопление у Германии огромного внешнего дисбаланса в виде профицита текущего счета. Это легко увидеть из рис. 35. На протяжении 1990-х годов Германия имела довольно большие при ее обычной рачительности бюджетные дефициты. К концу десятилетия, когда последовавшие за объединением Германии расходы на развитие инфраструктуры бывшей ГДР окончились, усилились стимулы к ужесточению бюджета. Кроме того, большую часть десятилетия Гер-

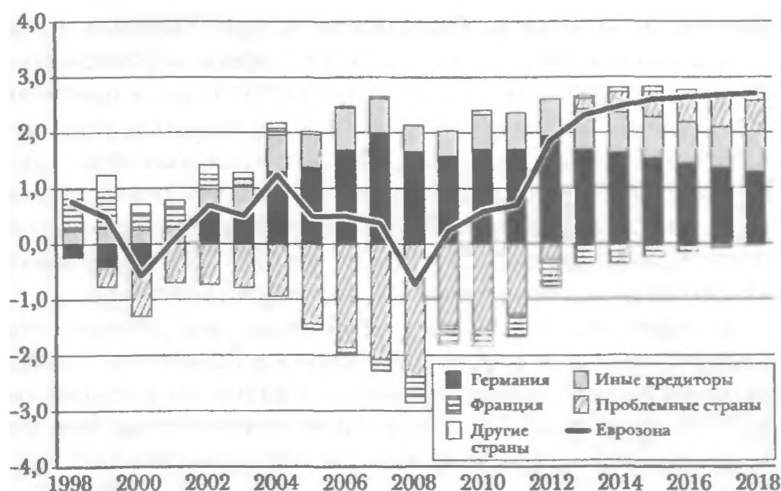


РИС. 34. Дисбалансы текущих счетов в еврозоне
(в % от ВВП еврозоны)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

мания даже имела (очень скромный) дефицит текущего счета (чистый проток иностранного капитала), что тоже не устраивало руководство страны. Разумеется, дефицит бюджета и дефицит текущего счета были связаны — оба они были результатом расходов на объединение.

Итак, что же сделала Германия, чтобы покончить с бюджетным дефицитом и вернуться к привычному ей «добропорядочному» состоянию профицита текущего счета? На этот процесс можно смотреть с двух разных углов зрения, но суть у них одна и та же. С одной стороны, требовалась перестройка макроэкономического баланса: следовало поддерживать значительный финансовый излишек в частном секторе (обеспечить превышение частных сбережений над инвестициями) в сочетании с профицитом текущего счета, который поглотил бы излишек частных сбережений. Нельзя сказать, что немецкие власти сознательно преследовали эту цель — все произошло само собой. С другой стороны, и об этом руководство страны как раз пеклось, следовало повысить конкурентоспособность: свести к минимуму рост заработной платы, не давая реальным зарплатам обогнать производительность. Со временем

данная мера должна была усилить традиционно прочные позиции немецкого экспорта в сфере обрабатывающей промышленности. Также выросла бы доля прибыли корпорации и, следовательно, корпоративных сбережений в ВВП. Реформы рынка труда, предпринятые правительством Герхарда Шредера в начале 2000-х годов, известные как реформа Гарца (по имени Петера Гарца, председателя разработавшей их в 2002 году комиссии), несомненно, способствовали достижению этой цели.

Профессор Петти дает этой политике следующую оценку: «высокая норма сбережения в Германии... практически ничего общего не имела с какой-то национально или культурно обусловленной склонностью немцев к накопительству, вопреки распространенному стереотипу. Прежде всего, она стала результатом политики, нацеленной на быстрый рост занятости за счет снижения потребления немецких домохозяйств, который должен был помочь обрабатывающей промышленности — как правило, в ущерб производителям в других странах Европы и мира»⁵³. Это была политика «разорения соседа», и она достигла цели: соседи Германии были разорены.

Теперь перейдем ко второй составляющей — финансовой интеграции. В середине 1990-х годов спреды в доходности между итальянскими и испанскими государственными бумагами, с одной стороны, и немецкими облигациями — с другой, составляли примерно 5 или 6 п.п. (см. рис. 36). Вскоре после введения евро спреды сошли на нет — пока не начался кризис. (Уровень спредов начиная с середины прошлого десятилетия показан на рис. 6 и 7.) По сути, инвесторы полностью перестали принимать во внимание страновой риск. Люди в полной мере воспользовались уникальным шансом дешево занять. За исключением Греции, открывшимися возможностями в основном воспользовался частный сектор.

Третья и последняя составляющая процесса заключалась в том, что Европейский центральный банк методами денежной политики старался стабилизировать инфляцию в еврозоне в целом. В конце концов, для этого

53. Pettis, *The Great Rebalancing*, p. 128.

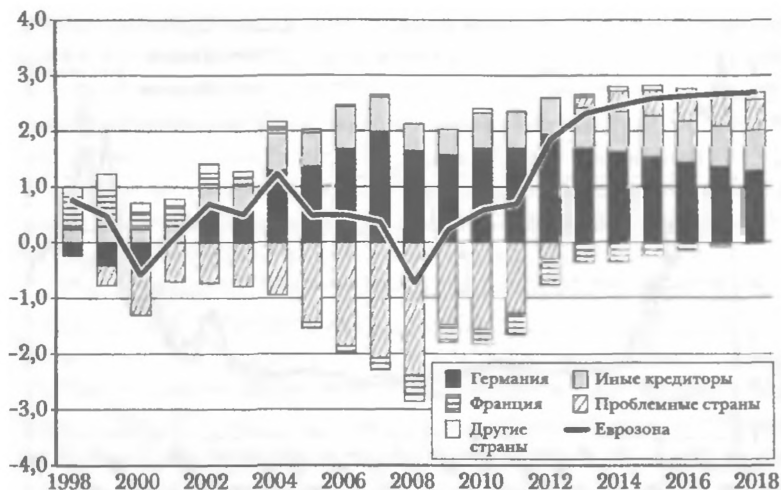


РИС. 35. Финансовые балансы по секторам экономики Германии (в процентах от ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

его и учредили. В условиях слабого спроса в Германии единственным способом было расширить спрос в какой-то другой части еврозоны. Подходящие условия сложились в тех странах, где чрезвычайно низкие процентные ставки, обеспеченные присоединением к зоне евро, запустили масштабный бум кредитования. Среди этих стран самой важной оказалась Испания.

Растущий излишек производства относительно спроса в «еврозоне кредиторов» идеально сочетался с растущим излишком спроса относительно производства в «еврозоне должников». Растущий излишек выпуска торгуемых товаров относительно внутреннего спроса в «еврозоне кредиторов» сопровождался ростом дефицита выпуска относительно спроса в «еврозоне должников». Избыток сбережений над инвестициями в странах-кредиторах совмещался с избытком инвестиций над сбережениями в странах-заемщиках. И последнее, но важное: инвестиционный бум в «еврозоне должников» принял форму инвестиций в производство неторгуемых товаров и услуг, прежде всего в недвижимость и сопряженные сферы, поскольку все места в производстве торгуемых товаров на внутреннем рынке были заняты поставщиками из «ев-

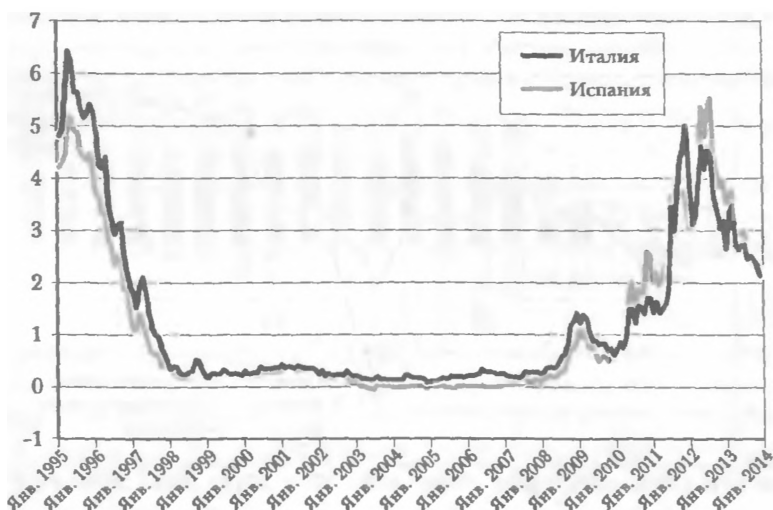


рис. 36. Спред по десятилетним государственным облигациям по сравнению с доходностью бундсоблигаций (процентные пункты)

Источник: Thomson Reuters Datastream.

розоны кредиторов». В числе признаков этого разделения — принципиально важные различия в динамике инфляции и оплаты труда, о которых речь шла в главе 2. Состояние балансов заемщиков, в том числе финансовых учреждений, расположенных в странах-должниках, постоянно ухудшалось, тогда как балансы учреждений стран-кредиторов выглядели все прочнее. Но отчасти это был обман зрения. Таким образом, в отношении еврозоны встает тот же самый вопрос, что и на глобальном уровне: кому предстояло нести риски в случае отказа кредиторов и дальше предоставлять кредит?

Могли ли страны — заемщики еврозоны выбрать более удачную политику в ответ на политику стран-кредиторов и ЕЦБ? У них было четыре варианта: смириться с описанными выше дисбалансами, сохраняя или высокий уровень инвестиций, или низкий уровень сбережений, и надеяться на лучшее (так они и поступили); смириться с дисбалансами, но постараться избежать наихудшего сценария, не допуская сколько-нибудь значительного повышения рычага внутри собственной финансовой системы (по такому пути пошел центральный банк Испа-

нии, реализуя политику «динамического резервирования» в испанской банковской системе); ужесточить бюджетную политику, чтобы помешать частному сектору сформировать огромный дефицит текущего счета (нечто подобное пытались делать Ирландия и Испания); наконец, они могли установить контроль над движением капитала, товаров и услуг (исключено условиями членства в Евросоюзе, а не только в еврозоне).

Глупо думать, что у стран-должников был некий простой способ избежать катастрофы. Стремление руководства еврозоны к внутреннему и внешнему балансу в сочетании с намерением стран-кредиторов обеспечить свой внутренний баланс ценой усиления внешнего дисбаланса (в виде профицита текущего счета) оставляли странам-должникам только один путь — попытаться свести внутренний баланс ценой усиления внешнего дисбаланса (в виде дефицита текущего счета). Странам-должникам приходилось выбирать: либо безработица, либо долг. На практике получилось, что сначала они выбрали долг, а затем получили безработицу, когда кризис сделал невозможным дальнейший рост долга.

Считать, что поведение стран-кредиторов априори мудрое, а стран-заемщиков — расточительное, просто смешно. В конце концов, заимствование было бы невозможно без согласия кредитора. Глупо сначала спонсировать расточительство, а затем жаловаться на последствия собственных решений. Разумеется, грекам стоило бы лучше платить налоги и выбирать более ответственное правительство. Но недостатки их поведения ни для кого не были секретом. «Кредитор, будь осторожен»⁵⁴ — очень верный принцип. Итогом взаимного безрассудства кредиторов и заемщиков стал затяженный кризис, который привел к продолжительной рецессии, вызвал недовольство стран-должников и раздражение — стран-кредиторов. Еще один итог кризиса — серьезные вызовы, вставшие перед политическим и экономическим руководством еврозоны.

54. Англ. *caveat creditor* по аналогии с латинским правовым принципом *caveat emptor* («покупатель, будь осторожен»), освобождавшим продавца от любой ответственности за возможные недостатки товара, обнаруженные после сделки. — *Примеч. пер.*

Скрытые причины глобальных сдвигов

Образование глобального избытка сбережений и, соответственно, дисбалансов на уровне всего мира и еврозоны сильно повлияло на состояние глобальной экономики. Не менее значимой оказалась неспособность стран с высоким доходом, импортировавших капитал, особенно США, производительно применить избыточные средства остального мира. Вместо этого они впустую растрачивали ресурсы на строительство ненужного и слишком дорогого жилья или на покрытие бюджетного дефицита, вызванного не имеющими финансовой основы войнами, социальными программами и снижением налогов. В частности, в США бесполезная трата ввозимого в страну капитала достигла колоссальных масштабов.

Какие глубинные силы стояли за этими огромными сдвигами в области сбережений, инвестиций и глобального перемещения капитала? Можно выделить три изменения.

Первым стал сдвиг в сторону либерализации экономики: рынок был возведен в ранг организующего принципа всей экономической жизни, как уже говорилось в главе 4. В 1970-е годы многие страны с высоким доходом еще сохраняли многочисленные нормы регулирования товарных рынков и даже устанавливали прямой контроль над зарплатами и ценами — постоянный или временный. В США и Великобритании предельные налоговые ставки, которыми облагались высокие доходы, превышали 70%⁵⁵. Хотя на протяжении 1950-х, 1960-х и 1970-х годов торговля товарами была во многом либерализована, торговля услугами по-прежнему подвергалась строгому регулированию, и большинство стран сохраняли валютный контроль. В развивающихся странах контроль над рынками был намного жестче. Также во многих странах сохранялась высокая доля государственной собственности в промышленности. В Индии

55. См.: Emmanuel Saez and Thomas Piketty, 'Why the 1% Should Pay Tax at 80%', 24 October 2013, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2013/oct/24/1percent-pay-tax-rate-80percent>.

экономика была подчинена «владычеству лицензий»⁵⁶. В социалистических экономиках Китая, Советского Союза и доминионах советской империи в Центральной и Восточной Европе сохранялась всеобъемлющая система экономического планирования и государственная собственность. Кроме того, развивающиеся страны и страны социалистического блока установили основательные барьеры, в том числе высокие пошлины, на пути международных потоков товаров, услуг, прямых иностранных инвестиций, иных форм капитала, а также рабочей силы — и в прямом, и в обратном направлении.

Этот мир, состоявший из закрытых и подверженных жесточайшему регулированию экономик, под влиянием новых идей и вызванных ими процессов превратился в глобализованную и слабо регулируемую экономику начала 2000-х годов. Пожалуй, самая важная трансформация осуществилась в Китае, который после 1978 года под руководством Дэна Сяопина перешел к «политике реформ и открытости». Избрание Маргарет Тэтчер на пост британского премьер-министра в 1979 году и Рональда Рейгана на пост президента США в 1980 году привело к революционным изменениям в странах с высоким доходом, включая приватизацию бывших государственных компаний. Отчасти стремясь придать импульс экономике, отчасти желая перезапустить проект европейской интеграции, в 1986 году европейские страны приняли Единый европейский акт, заложивший основу для единого рынка. В 1993 году был ратифицирован Маастрихтский договор, подтолкнувший ЕС к отмене валютного контроля и переходу к валютному союзу, который был учрежден в 1999 году. В 1989 году рухнула советская империя в Центральной и Восточной Европе. В 1991 году Советский Союз отказался от коммунизма и распался. В том же году широкомасштабную внешнюю и внутреннюю либерализацию начала Индия. В 1994 году завершился Уругвайский раунд много-

56. Англ. *licence raj* по аналогии с *British raj* — «британское владычество». Система государственного регулирования, введенная в начале 1950-х годов, в которой частные предприниматели должны были получать у государства лицензии, регламентировавшие объем выпускаемой продукции. — *Примеч. пер.*

сторонних переговоров о свободной торговле. В январе 1995 года на смену Генеральному соглашению о тарифах и торговле пришла Всемирная торговая организация. Впоследствии в 2001 году к ВТО присоединился Китай. Глобальный капитализм восторжествовал.

Второй движущей силой глубинных трансформаций были технологии. В области транспорта за этот период не произошло кардинальных изменений, хотя стоит отметить развитие и усовершенствование морских контейнерных и крупнотоннажных воздушных перевозок. Прогресс в области информационных и коммуникационных технологий, прежде всего появление персональных компьютеров, интернета, мобильной телефонии и мобильного интернета, имели не в пример большее значение. Эти революционные изменения создали условия для существенно более полного и оперативного управления производством и распределением в масштабах всего мира. Это, в свою очередь, способствовало ускоренному развитию экспортно ориентированной обрабатывающей промышленности, в первую очередь в Китае, а также экспортно ориентированных информационных услуг, в первую очередь в Индии.

Третья (и менее важная) движущая сила трансформаций — старение населения, прежде всего в Германии и Японии. По мере того как население старело, а доля молодежи в демографической структуре стремительно снижалась, сокращалась потребность в инвестициях в создание инфраструктуры и нового капитального оборудования. В то же время уровень сбережений в секторе корпораций и домохозяйств оставался довольно высоким. Как следствие, возникла хроническая проблема слабого спроса. Слабость внутреннего спроса частного сектора компенсировалась за счет либо постоянного бюджетного дефицита (как в Японии), либо большого профицита текущего счета (как в Германии, Нидерландах и других североевропейских странах).

Эти три движущие силы — либерализация, новые технологии и старение населения — постепенно преобразовывали мировую экономику, вызывая огромные валовые и чистые международные потоки капитала, повышая неравенство внутри каждой из стран, радикально перекраивая карту инвестиций и увеличивая объем кредито-

вания, освобожденного от регулирования. В результате этих сдвигов страны с высоким доходом перешли к «вековому застою» — состоянию структурной нехватки совокупного спроса, на которое указал Лоуренс Саммерс, бывший министр финансов США (он заимствовал идею у Элвина Хансена, изобретшего данное понятие в 1930-х годах)⁵⁷. Эти движущие силы, в свою очередь, помогают понять, почему перед 2007 годом реальные процентные ставки были на столь низком уровне и еще ниже опустились после кризиса, что во многом было результатом стремления властей предотвратить рецессию, угрожавшую экономике в докризисный период.

Начнем с внешней торговли. Если бы не произошло взрывообразного роста глобальной торговли, в особенности роста экспорта и производства в формирующихся экономиках, прежде всего в Китае, мы бы не наблюдали изменений такого масштаба, как показаны на рис. 32. Стремительный рост внешней торговли, вызванный либерализацией регулирования и прогрессом технологий, сопровождался быстрым перемещением производства из стран с высоким доходом в страны с более низкими издержками производства. В поразительно короткий срок Китай превратился в крупнейший центр обрабатывающей промышленности в мире и крупнейшего экспортера товаров. Впервые со времен промышленной революции сравнительно бедная страна из числа развивающихся заняла столь видное место на арене мирового производства и торговли. Это стало возможным благодаря упрощению перетока технологий между странами. Упрощение обмена технологиями, в свою очередь, произошло потому, что появились глобально интегрированные компании, сами явившиеся результатом либерализации и прогресса в области информационных и коммуникационных технологий.

Также отметим подъем государственного капитализма. Появление экономик, открытых к трансграничным потокам товаров и финансирования, сделало

57. См.: Lawrence Summers, 'Why Stagnation might Prove to be the New Normal', 15 December 2013, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/2/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabdco.html>. Об Элвине Хансене см. http://en.wikipedia.org/wiki/Alvin_Hansen.

возможным рост чистых и, как мы вскоре увидим, валовых потоков капитала до таких уровней, которых, если сравнивать их объемами глобальной и национальных экономик, не наблюдалось со времен Первой мировой войны. И как ни удивительно, но часто в роли международного инвестора стали выступать правительства. Формирующиеся экономики Восточной Азии, среди них опять же в первую очередь Китай, а также страны — экспортеры нефти, напрямую контролировали процесс интеграции своих экономик в глобальную финансовую систему, управляя оттоком капитала. Внешним проявлением стал резкий рост резервов иностранной валюты (см. рис. 24). Также появились гигантские фонды национального благосостояния, которые направляли большую часть своих активов на рынки стран с высоким доходом, за неимением иных качественных, высоколиквидных и безопасных способов получить доход⁵⁸. В то время как экономики становились все более открытыми для мира, государства оказывали громадное влияние на размер нетто-потоков капитала и его оборотную сторону — торговый баланс. Самую существенную роль играло правительство Китая.

Кроме того, произошел сдвиг в сторону снижения структурной инфляции. Глобализация была, по-видимому, одной из важнейших предпосылок этого процесса. Например, Кеннет Рогофф из Гарвардского университета в 2003 году утверждал, что «самой важной и наиболее распространенной причиной снижения темпов инфляции в мировом масштабе было сочетание дерегулирования и глобализации, взаимно усиливавших друг друга, и в последующем значимое снижение монопольной власти над ценообразованием»⁵⁹. Одним из последствий было снижение долларовых цен на многие товары обрабатывающей промышленности и услуги трудоинтенсивных отраслей (таких как услуги колл-центров). Снижение цен на товары и услуги, в свою оче-

58. См.: http://en.wikipedia.org/wiki/Sovereign_wealth_fund#Size_of_SWFs and <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>.

59. См.: Kenneth Rogoff, 'Globalization and Global Deflation', Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City conference on 'Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy', Jackson Hole, Wyoming, 29 August 2003, <https://www.imf.org/external/np/speeches/2003/082903.htm>.

редь, отчасти объяснялось выходом на мировую арену производителей с низкими издержками, а отчасти стремительным падением цен на все связанное с информационными и коммуникационными технологиями. Закон Мура, гласящий, что издержки на производство единицы вычислительной мощности падают экспоненциально, открытый Гордоном Муром из корпорации *Intel* в 1965 году, продолжал действовать⁶⁰. Само по себе снижение цен не влияет на общий уровень инфляции в среднесрочной перспективе. Однако оно дает некоторый выигрыш в краткосрочном периоде и, соответственно, центральным банкам становится проще обеспечить целевой уровень инфляции. В совокупности эти изменения в рыночных условиях не просто позволили таргетирующим инфляцию центральным банкам проводить агрессивную денежную политику, не беспокоясь о высокой инфляции, но и прямо подталкивали к такой политике. Проводимая политика поддерживала высокие цены на активы и связанное с ними расширение кредитования.

Еще одно крупное изменение было связано с ростом неравенства, включая рост неравенства по доходам между наемными работниками и рост доли прибыли в национальном доходе⁶¹. Изменения произошли, как уже говорилось выше, серьезные. И все же, несмотря на очевидный рост неравенства в странах с высоким доходом, в первую очередь в США, на глобальном уровне неравенство по доходам не изменилось. Дело в том, что экономика ряда бедных стран (прежде всего Китая и Индии) росла быстрее экономик с высоким доходом, что компенсировало рост неравенства почти в каждой из стран. И действительно, как показывает исследование Всемирного банка, жертвой экономических измене-

60. См.: 'Moore's Law', http://en.wikipedia.org/wiki/Moore's_Law.

61. О том, какие силы способствовали росту неравенства, см.: Organisation for Economic Co-operation and Development, *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising* (Paris: OECD, 2011), Joseph Stiglitz, *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers our Future* (New York and London: Norton, 2012); Джозеф Стиглиц, *Цена неравенства. Чем расслоение общества грозит нашему будущему* (Москва: Эксмо, 2015); Thomas Piketty, *Capital in the Twenty-First Century* (Cambridge, MA, and London, England, 2014); Томас Пикетти, *Капитал в XXI веке* (Москва: Ad Marginem, 2015).

ний последних тридцати лет стали нижние и средние слои населения развитых стран, то есть группы с доходом между нижними 75-м и 95-м процентилем глобального распределения доходов⁶².

Рост неравенства обусловлен множеством разнообразных причин. Новые технологии создали рынки, где «победитель забирает все», то есть где львиная доля прибыли достается наиболее успешному и производительному участнику. Особенно остро это ощущалось в секторе высоких технологий и финансов, которые превратились в наиболее динамичную часть экономики стран с высоким доходом. Также новые технологии повысили спрос на более квалифицированную рабочую силу и снизили спрос на менее квалифицированную. Глобализация непосредственно повлияла на предложение сравнительно высокооплачиваемых, но не требующих большой квалификации рабочих мест, в особенности в обрабатывающей промышленности. Кроме того, глобализация чрезвычайно ослабила позиции профсоюзов. Снижение налогов создало менеджерам стимулы к повышению собственной оплаты труда: соотношение между доходами менеджеров и рядовых работников кардинально изменилось.

Еще одним фактором роста неравенства представляется повышение роли финансового сектора: в странах с высоким доходом на него приходилась существенная доля прибылей корпораций, и, вероятно, его развитие тоже способствовало перемещению основной массы доходов от труда к капиталу, наряду с технологиями и развитием внешней торговли⁶³. Нобелевский лауреат Джозеф Стиглиц показывает, каким образом непрерываемый авторитет рынка видоизменил баланс сил между владельцами капитала, менеджерами и финансистами, с одной стороны, и рядовыми работниками — с другой.

62. В частности, см. превосходную статью специалистов Всемирного банка: Christoph Lakner and Branco Milanovic, 'Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession', World Bank Research Working Paper 6719, December 2013, http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/LB/2013/12/11/000158349_20131211100152/Rendered/PDF/WPS6719.pdf.

63. См.: Organisation for Economic Co-operation and Development, *Divided We Stand*.

Во многом это происходило потому, что элиты, внутренне глубоко интегрированные, извлекали ренту из остальной экономики, то есть получали доходы, превышавшие их экономический вклад, пользуясь своим влиятельным положением внутри экономической системы⁶⁴.

Здесь важно отметить, что либерализация кредита и рост неравенства тесно связаны. «Пусть едят кредиты» — так назвал Рагурам Раджан одну из глав своей книги, посвященной кризису, стремясь подчеркнуть этот факт⁶⁵. Таким образом, в условиях стагнации реальных доходов существенной части населения легкодоступный кредит позволял поддерживать растущее потребление. Головокружительный рост цен на жилье создавал у домохозяйств видимость, что можно наращивать кредит еще сильнее. Итогом стал стремительный рост долга домохозяйств по всему миру, в первую очередь в США и Великобритании, обернувшийся серьезными проблемами, как только цены на активы начали падать, а экономика — замедляться.

Наконец, технологические изменения оказывали еще один важный эффект: цены на инвестиционные товары падали опережающими темпами по сравнению с ценами на остальные товары и услуги. В области информационных и коммуникационных технологий это было особенно заметно. Таким образом, при любом уровне номинальных расходов реальная стоимость теперь возрастала быстрее. Так, между минимумом в третьем квартале 2009 года и четвертым кварталом 2014 года доля частных инвестиций в номинальном ВВП США выросла всего на 3,9 п.п. (с 12,4 до 16,3%%). Но в то же время доля частных инвестиций в реальном ВВП выросла на 6,3 п.п. — с 18,3 до 24,6%%. Таким образом, и доля реальных инвестиций в процентах от ВВП, и темпы роста инвестиций в реальном выражении были гораздо выше, чем те же показатели в номинальном выражении. Этот факт неизбежно усиливал тенденцию к формированию финансового избытка в секторе корпораций.

Итак, мир трансформировался. Новая мировая экономика создала предпосылки для громадного сдвига

64. Stiglitz, *The Price of Inequality*, esp. ch. 2; Стиглиц, *Цена неравенства*, особ. гл. 2.

65. Rajan, *Fault Lines*, ch. 1; Раджан, *Линии разлома*, гл. 1.

в балансе инвестиций и сбережений во многих странах. Этот сдвиг, в свою очередь, отражал сдвиги в конкурентных преимуществах, в глобальном размещении производства, в распределении дохода и в принципах функционирования финансовой системы. За ними стояли еще более глубокие изменения: сдвиг в сторону рыночных экономик, освобожденных от регулирования, технологические трансформации и старение населения. Получившееся в результате устройство экономики, увы, оказалось крайне неустойчивым.

Заключение

Глобальный кризис и кризис еврозоны не были исключительно финансовыми кризисами. Их корни лежат гораздо глубже. Первоочередная задача — снизить хрупкость финансовой системы. Это позволит лучше противостоять шокам, а также снизить вероятность их возникновения. Но это лишь необходимая, но отнюдь не достаточная предпосылка для более стабильной экономики. Процессы докризисной эпохи не могли продолжаться неограниченно долго, и в особенности это касается накопления долга домохозяйств в ряде стран с высоким доходом. Они были связаны с хроническими глобальными дисбалансами. А дисбалансы, в свою очередь, происходили из недостатков денежной и финансовой системы, сложившейся в новой глобализованной, рыночно ориентированной мировой экономике. Можно ли как-то справиться с этой проблемой, и если да, то как? На этот вопрос ответит третья часть настоящей книги.

Часть III

Решения

Пролог

КРИЗИС поставил под вопрос все наше знание об экономической науке, финансах, показателях успешности экономики и о будущем еврозоны. Следующие четыре главы содержат предварительные ответы на поставленные вопросы. В них объясняется, в чем состоял провал ортодоксальной теории и в каком направлении она должна измениться.

Произошедший кризис — это в первую очередь кризис экономической науки и в особенности стандартной макроэкономики. Анализ шоков и вызвавших их глубинных сдвигов, данный в первой и второй частях книги, убедительно показывает, что волна кризисов, накрывшая страны с высоким доходом, *не была* результатом каких-то внешних для экономической системы событий, таких как внезапная война или большое природное бедствие. Напротив, это результат развития самой экономической системы. К ним относится расширение финансового сектора, рост частного долга и повышения рычага на рынке жилья в ряде ключевых стран. За этими изменениями в области финансов скрывались огромные внешние дисбалансы, масштабные интервенции на валютных рынках, а также эйфория, вызванная созданием еврозоны. И все же, хотя часть ответственности следует отнести на счет экономических властей, во многом виновата сама финансовая система, а также механизмы работы прославленного свободного рынка. Поэтому следует начать с рассмотрения ошибок экономической науки. Это составляет тему главы 6, посвященной провалу экономической ортодоксии и поиску приемлемой замены.

Во-вторых, это был кризис финансовой системы. Закономерно и неизбежно, что в последнее время предпринимаются значительные усилия по ужесточению регулирования и укреплению финансовой системы. Сделано отнюдь не мало. Однако по существу все изменения довольно консервативны: их цель — сохранить систему, которая, как мы уже знаем, чрезвычайно хрупка и наверняка обрушится еще не раз — в нашем-то мире глобальной финансовой интеграции, электронных фондовых рынков и масштабных трансграничных потоков капитала. Вопрос, следовательно, сводится к тому, можно ли за счет небольших изменений придать существующей системе дополнительную устойчивость, и если нет, то каков альтернативный путь. Эти вопросы рассматриваются в главе 7.

В-третьих, возникает вопрос о серьезных макроэкономических вызовах. Как нам действовать в условиях глобального избытка сбережений или, что в конечном счете то же самое, избыточного предложения? Реальна ли перспектива «векового застоя» и если да, то что с этим делать? Эти опасения не беспочвенны. В частности, важная проблема — наша растущая зависимость от кредитов, при этом наибольшие опасения вызывает не государственный долг, которым так одержимы политики, а долг частного сектора, дефолт по которому, как мы видели, резко обостряет проблему государственного долга. Вместе с тем вызывает огромное беспокойство политика ведущих стран с высоким доходом, нацеленная на то, чтобы снова раскрутить кредитный маховик. Встает вопрос, можно ли добиться экономической сбалансированности без постоянного повышения кредитного рычага? Ответ: да, можно. Есть два взаимодополняющих способа. Во-первых, ликвидировать внешние дисбалансы. Во-вторых, государство должно задействовать свой ресурс по созданию денег, в основе которых не лежит долг. Второе сегодня считается невозможным. Но, на самом деле, это, пожалуй, наименее рискованный способ управления нашей экономикой. Эти темы поднимаются в главе 8.

Наконец, стоит вопрос о будущем еврозоны. Она превратилась в несчастливый брак, в котором издержки развода слишком неподъемны для сторон. Следовательно,

нужно понять, можно ли превратить ее в счастливый брак — такой, в который каждая из сторон вновь захотела бы вступить. Сейчас это очень маловероятно. Евророзне и далее будет не хватать механизмов нормализации экономической политики и страхования, необходимых для борьбы с неблагоприятными экономическими явлениями. Кроме того, существует реальная опасность попасть в дефляционную ловушку, поскольку процесс адаптации принимает принципиально односторонний характер, а Европейский центральный банк не справляется со своей работой. Ввиду всего этого заключить, что кризис закончен, нельзя. Напротив, вполне вероятно, что он разыграется вновь. Этим вопросам посвящена глава 9.

ГЛАВА 6

Ортодоксия низвержена

Сигнал, который Лондон своими успехами посылает остальной британской экономике, состоит в том, что мы добьемся того же успеха, если, как Лондон, будем мыслить глобально. Станем двигаться вперед, если не замкнемся в себе, а будем открыты конкуренции и новым идеям. Станем развиваться, если инвестируем в получение и совершенствование умений, за которыми будущее; если смягчим регулирование, создадим конкурентоспособную налоговую систему и будем гибкими. Станем расти еще увереннее, если будем опираться на сильный внутренний рынок на фундаменте экономической стабильности.

И какие бы это ни были отрасли — передовая обрабатывающая промышленность с высокой добавленной стоимостью, наши креативные отрасли, фармацевтика, цифровая электроника, быстрорастущий экспорт образовательных услуг, — я верю, что точно так же, как вы это сделали в сфере финансовых услуг, мы докажем, что Великобритания извлечет огромную пользу из глобализации XXI века, в точности как извлекла ее из индустриализации XIX века.

Гордон Браун, из речи в Мэншен Хаус, официальной резиденции мэра Лондона, 21 июня 2006 года¹

«Почему его никто не предвидел?»

Королева Елизавета II во время визита в Лондонскую школу экономики 4 ноября 2008 года²

Те из нас, кто видел в эгоистичном интересе кредитных учреждений надежную защиту для капитала акционеров (а я тоже так думал), переживает жестокое разочарование. Такого рода перекрестный надзор сторон сделки друг за другом являлся залогом устойчивости наших финансовых рынков. Если он дает осечку, как в этом году, устойчивость рынка оказывается под угрозой.

Алан Гринспен, выступление перед Комитетом по надзору и правительственной реформе Палаты представителей 23 октября 2008 года³

-
1. 'Speech by the Chancellor of the Exchequer, the Rt. Hon. Gordon Brown MP, at the Mansion House, London', 21 June 2006, <http://www.ft.com/cms/s/0/00a235ba-015d-11db-af16-0000779e2340.html>.
 2. <http://www.telegraph.co.uk/news/uknews/theroyalfamily/3386353/The-Queen-asks-why-no-one-saw-the-credit-crunch-coming.html>.
 3. Alan Greenspan, 'Testimony of Dr Alan Greenspan to the House of Representatives Committee of Government Oversight and Reform', 23 October 2008,

Выдать кредит означает довериться кому-то, положиться на чью-либо добросовестность. Будет ли это доверие оправдано? Мудро ли вы поступили, доверившись? Это вопросы первостепенной важности. Попросту говоря, кредит — это обещание уплатить; но сдержит ли должник свое обещание? А в банковском деле, где «обязательства», или обещания уплаты, столь велики, а срок оплаты, если его соблюдать, столь короток, способность выполнить свое обещание особенно ценится как высшее мастерство.

Уолтер Бэджот, «Ломбард-Стрит»⁴

4 НОЯБРЯ 2008 года, на самом пике финансового кризиса, королева Елизавета II посетила Лондонскую школу экономики, один из ведущих мировых центров экономической науки, чтобы торжественно открыть новый корпус. Во время визита она задала группе высокопоставленных экономистов простой вопрос: «Почему никто не предвидел кризис?»

В поиске ответа на вопрос королевы британская академия наук созвала 17 июня 2009 года специальный форум. И вскоре после этих приготовлений Ее Величеству направили ответ⁵. Вкратце в нем говорилось, что главная ошибка состояла в непонимании того, сколь велики риски для всей финансовой системы, сколь плоха система управления рисками и сколь велик может быть хаос, порожденный кризисом. Институциональный и политический провал вызван нежеланием политиков и регуляторов смотреть в зубы дареному коню предкризисного процветания.

Вряд ли это верный ответ. Легко согласиться с тем, что время наступления кризиса заранее неизвестно. Экономическая система слишком сложно устроена, чтобы можно было точно предвидеть дату начала кризиса: ведь если такое предсказание получит широкую известность, оно заведомо не сбудется. Но сваливать всю вину на ин-

<http://www.clipsandcomment.com/2008/10/23/text-alan-greenspan-testimony-congress-october-23>.

4. Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (London: Henry S. King and Co., 1873), p. 11.

5. Letter to Her Majesty the Queen, 22 July 2009, <http://media.ft.com/cms/3e3b6ca8-7a08-4ude-b86f-00144feabdco.pdf>.

ституты недостаточно, ведь эти самые институты, особенно те из них, что составляют основу современных финансов, удостаивались всяческих похвал от экономистов. Таким образом, это был крах не институтов, а идей. Реплика Алана Гринспена, главы ФРС в 1987–2006 годах, открывающая данную главу, служит тому хорошим подтверждением. Представление об агентах, рационально преследующих эгоистический интерес, — краеугольный камень идеологии свободного рынка. Но на пике кризиса Гринспен заявил, что утратил веру в способность эгоистического интереса обеспечить финансовую стабильность. Это как если бы папа римский объявил, что больше не верит в воскрешение Иисуса Христа.

Вот еще один признак свершившегося провала в интеллектуальной сфере. На конференции Института нового экономического мышления в Бреттон-Вудсе 8 апреля 2011 года я брал интервью у Ларри Саммерса, который в 1993 году был награжден медалью Джона Бейтса Кларка для американских экономистов моложе сорока лет, бывшего министра финансов США и до недавнего времени главы Национального экономического совета при президенте Обаме⁶. Я спросил его, есть ли хоть какая-нибудь экономическая теория, которую он считает полезной в деле восстановления американской и мировой экономик после кризиса. Он ответил: «Есть вещи, о которых экономисты не знали. Есть вещи, в которых они ошибались. А есть вещи, относительно которых некоторые экономисты были правы... Много о кризисе, только что нами пережитом, можно найти у Бэджота, еще больше — у Мински и, возможно, еще больше — у Киндлбергера... Я думаю, экономическая наука знает довольно много. Я думаю, что она также забыла довольно много из того, что сейчас важно знать. И намного больше она не узнала, свернув на ложный путь»⁷. Когда я по ходу интервью спросил его, чьи идеи больше всего пригоди-

6. Не путать Национальный экономический совет, основанный при президенте Билле Клинтоне, и Совет экономических консультантов, основанный в 1946 году Гарри Труменом.

7. Lawrence Summers and Martin Wolf, 'A Conversation on New Economic Thinking', Bretton Woods Conference, Institute for New Economic Thinking, 8 April 2011, <http://ineteconomics.org/video/bretton-woods/larry-summers-and-martin-wolf-new-economic-thinking>.

лись ему как ответственному за выработку политики по борьбе с кризисом, господин Саммерс назвал Кейнса.

Что у всех этих четырех мыслителей, названных Саммерсом, общего? Все они мертвы, и их работа лежит настолько далеко за пределами современного основного течения экономической науки, что они превратились в оруэлловы «нелица». Пусть председатели центральных банков и знали о выдающемся экономическом журналисте викторианской эпохи Уолтере Бэджоте, но его работы пылились на полках с пометкой «неактуально в современных условиях»⁸. Многие из ведущих теоретиков макроэкономики сегодняшнего дня, прежде всего нобелевский лауреат Роберт Лукас из Чикаго (возможно, самый влиятельный макроэкономист), стыдятся упоминать труды Джона Мейнарда Кейнса, а посткейнсианца Хаймана Мински почти презирают⁹. Чарлз Киндлбергер из Массачуссетского технологического института был историком экономики и, как следствие, вовсе не удостоился царственного взора академических экономистов.

Экономическая наука, занявшая господствующие высоты в академическом мире и на протяжении десятилетий задававшая тон экономическому мышлению, оказалась беспомощной, когда потребовалось предсказать, преодолеть или хотя бы осознать саму возможность величайшего из финансовых потрясений за последние восемьдесят лет истории развитых стран. Более того, во время кризиса облеченные властью предприняли все возможное, чтобы как можно быстрее вернуться к политике в духе идей Бэджота и даже Кейнса (в ее более продвинутой версии). Вместе с тем примечателен тот факт, что обрушение самой развитой финансовой системы в мире произошло во второй раз. Одна великая депрессия могла быть случайностью. Второй подобный кризис уже выглядит как закономерность. Бесспорно, власти кое-чему научились у великих экономистов,

8. Председатель ФРС Бен Бернанке, выступая с лекцией об антикризисных мерах ФРС, тоже вспомнил Уолтера Бэджота и сказал, что центральные банки перед ним в интеллектуальном долгу. См.: Bernanke, 'The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis', Lecture 3, George Washington University School of Business, 27 March 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/federal-reserve-response-to-the-financial-crisis.htm>.

9. <http://rwer.wordpress.com/2013/02/19/robert-lucas-on-the-slump>.

осмысливших опыт 1930-х годов. Им удалось остановить новую депрессию. Но не удалось избежать тяжелой рецессии, от последствий которой пострадавшие страны не могут оправиться шесть лет спустя.

Так в каком месте наука дала сбой и что можно с этим сделать?

Крах официальной экономической науки

В своей лекции, прочитанной в Резервном банке ЮАР 2 ноября 2012 года, лорд Эдэр Тернер, покидавший тогда пост главы Управления по финансовому надзору и регулированию Великобритании, поставил вопрос именно так: где просчиталась экономическая наука? Его ответ был следующим:

Финансовый кризис 2007–2008 годов был вызван чрезмерным кредитованием, чрезмерным повышением кредитного плеча и чрезмерным использованием трансформации сроков (преобразования краткосрочных активов в долгосрочные). Учитывая, какую бурю произвели эти финансовые перекосы, а также неспособность частных стимулов сдержать их развитие, можно выделить три обстоятельства, принципиально важных для понимания динамики и рисков финансовой системы.

1. Во-первых, долговые контракты создают особые риски для стабильности финансовой и экономической системы, и эти риски тем выше, чем выше доля контрактов с применением долговых инструментов, в особенности краткосрочных.
2. Во-вторых, банки в их современной форме... усугубляют эти риски, потому что они могут создавать кредитные и частные деньги, и в отсутствие надлежащего контроля подобных денег оказывается слишком много или они оказываются слишком нестабильными..
3. В-третьих, кредиты, выдаваемые банковской или теневой банковской системой под обеспечение реальных активов, стоимость которых может меняться, могут оказаться еще более волатильными и еще более усиливать цикличность, что ведет к появлению циклов кредитования и стоимости активов, завершающихся крахом и последующей рецессией¹⁰.

10. Adair Turner, 'Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from Classic Economics Texts', Financial Services Authority, London, 2 November 2012, <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/1102-at.pdf>.

Самые изощренные экономические теории современности упускали из вида данные угрозы, исключая их просто в силу принятых предпосылок. В качестве основного инструмента макроэкономического анализа центральные банки применяют так называемую модель «динамического стохастического общего равновесия», где финансы практически не представлены: данные модели описывают, как в экономике достигается равновесие спроса и предложения реальных товаров и услуг, но не учитывают эффекты, создаваемые финансовой системой, как это делал Мински¹¹. В то же время современные теории финансов изучают, как рынки устанавливают цену активов, не уделяя внимания тому, как значительное изменение цен активов влияет на экономику в целом¹². В макроэкономических моделях господствовал постулат о рациональных ожиданиях, а в финансовой теории — постулат об эффективности рынков. Как отмечает в своей книге, посвященной деньгам, Феликс Мартин, «забыв о важнейшей связи между ценными бумагами, обращающимися на рынках капитала, и денежной системой, где действуют государство и банки, академическая финансовая наука построила теорию финансов без макроэкономики точно так же, как неоклассическая макроэкономика построила теорию макроэкономики без финансов»¹³. Как следствие, отделение экономики денег и макроэкономики от изучения финансов и рыночной эффективности сделало невозможным понимание взаимосвязи этих аспектов экономики.

Здесь нужно вернуться к рассуждению лорда Тернера. Как говорится в отчете Банка Англии, «в современной экономике большая часть денег имеет форму банковских депозитов. Но процесс создания депозитов часто понимается неправильно: основной вклад в него вносят займы, выдаваемые коммерческими банками. Когда банк выдает заем, он одновременно создает соответствующий депозит на банковском счету заемщика, тем самым со-

11. См.: Willem Buiter, 'The Unfortunate Uselessness of Most State of the Art Academic Macroeconomics', 3 March 2009, <http://blogs.ft.com/mavericon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics>.

12. См., к примеру, о модели ценообразования капитальных активов: <http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>.

13. Felix Martin, *Money: The Unauthorised Biography* (London: Bodley Head, 2013).

здавая новые деньги»¹⁴. Таким образом, авансируя потенциального заемщика, банк в то же время создает долг в свою пользу, а также депозит в пользу заемщика. После этого депозит может быть передан третьему лицу — в качестве платежа или объекта дарения; он превращается в деньги. Таким путем банки создают почти все деньги, имеющиеся в экономике. Конечно, каждый отдельный банк стремится удержать привлеченные депозиты. Иначе ему придется сократить свой баланс. Но когда депозиты уходят из одного банка, они приходят в другой (при условии, что клиенты не уходят в наличные). Поэтому система в целом не потеряет депозиты, а именно ее состояние и важно для экономики.

Не стоит переоценивать разницу между банками и небанковыми финансовыми посредниками. Почти все учреждения такого рода создают несоответствия в сроках погашения, используя краткосрочные займы для выдачи долгосрочных, а также увеличивают уровень финансового рычага в экономике¹⁵. Однако банки выделяются на фоне остальных посредников двумя преимуществами: центральный банк в нужный момент предоставит банкам необходимые резервы, чтобы они могли подтвердить «денежность» своих обязательств, то есть возможность погасить их или использовать в качестве средства платежа наравне с деньгами центрального банка (то есть деньгами государства)¹⁶; с 1930-х годов пра-

14. Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas, 'Money Creation in the Modern Economy', *Bank of England Quarterly Bulletin* (2014), Q1, p. 14, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q102.pdf>. См. также Stuart Berry, Richard Harrison, Ryland Thomas and Iain de Weymarn, 'Interpreting Movements in Broad Money', *Bank of England Quarterly Bulletin* (2007), Q3, p. 377, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb070302.pdf>, и Josh Ryan-Collins, Tony Greenham, Richard Werner and Andrew Jackson, 'What Do Banks Do?', *Where Does Money Come From?* (London: New Economics Foundation, 2011), ch. 2.

15. См.: James Tobin, 'Commercial Banks as Creators of "Money"', Cowles Foundation Paper 205, Reprinted from Dean Carson (ed.), *Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S. Treasury*, Richard D. Irwin, 1963, <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m21/m21-01.pdf>.

16. «Денежность» здесь означает полную взаимозаменяемость между депозитами и наличностью. Обменять на наличность или даже легко превратить в наличность (что делает их высоколиквидными) можно довольно широкий круг иных активов, однако они не являются деньгами, потому что их стоимость в привязке к наличным не фиксирована, а значит, они не могут выступать как средство платежа.

вительства все большего числа стран в явном виде гарантируют сохранение депозитов, по меньшей мере некоторой их части, независимо от платежеспособности банка, и неявно считается, что государство обеспечит сохранность еще большего числа, а возможно, и всех депозитов. Банки, особенно крупные, нужно рассматривать скорее как часть государственного, а не частного сектора. Благодаря этим ценным привилегиям банки могли почти безгранично расширять свой кредит в благополучные времена. В конце концов, банкам не так уж сложно поддерживать уровень своих депозитов, необходимый для дальнейших займов, именно потому, что общество уверено в их сохранности благодаря поддержке банков со стороны государства и центрального банка. Банки явно выступают как часть государственной денежной системы. Поэтому, когда в сентябре 2008 года ФРС предоставила аналогичную помощь фондам денежного рынка, они приобрели почти все качества банков.

Почему в таком случае финансовая система, где банки играют ведущую роль, не расширяет кредит и деньги безгранично? Очевидный ответ: потому, что существует предел, определяемый возможностью извлечения прибыли. Но этот ответ не убедителен, потому что на совокупном уровне неумемная деятельность посредников *создает видимость* новых возможностей: рост кредита раздувает пузырь на рынках активов, а он, в свою очередь, вызывает рост кредитования. По самой своей сути это процесс нарушения рыночного равновесия. Вот почему микроэкономическая теория финансов практически бесполезна для его объяснения. К тому же этот процесс макроэкономический, а не микроэкономический: он задает состояние всей экономики.

Далее, возможны еще два ответа на вопрос, что останавливает расширение кредита. Первый ответ: его останавливает кризис. Но этот ответ открывает слишком неприятную правду: в какой-то момент чрезмерно эластичная система кредитования входит в состояние кредитного кризиса, и наступает «момент Мински», когда возникает паника. Более приятный ответ перекладывает ответственность на центральный банк, который останавливает расширение кредита, повышая

ставки. Официальная точка зрения докризисного периода неявно предполагала, что центральные банки вовремя или хотя бы не слишком поздно остановят избыточный рост кредита, приняв меры против инфляции на рынке товаров и услуг. Но этот метод не работает, если удорожание активов и расширение кредита не сопровождается инфляцией. Именно это и случилось в 2000-е годы.

Так, для предкризисного периода был характерен сильный внешний спрос на активы, номинированные в валюте стран, где кредитование и денежная масса быстро расширялись, и слабое инфляционное давление во всей мировой экономике, в первую очередь благодаря значительному увеличению производственных мощностей и занятости в производстве товаров, торгуемых на международном рынке. Даже громадный масштаб кредитной экспансии явным образом не усилил инфляцию. А между тем цены на активы, в первую очередь на жилье, существенно выросли.

Короче говоря, ортодоксальная экономическая наука оказалась слепа перед надвигающимися угрозами потому, что она исключила из рассмотрения все самые важные проблемы. Экономика с финансовым сектором современного типа не стремится к равновесию постепенно и размеренно. Это динамическая система, которой присущи неопределенность и «самопроизвольный оптимизм», а самой мощной дестабилизирующей силой является финансовый сектор, способный создавать кредит и деньги, а также порождать бумы, вызванные беспричинным оптимизмом, и крахи, вызванные всплеском паники.

И что же теперь? Для начала рассмотрим, какие уроки, по их же собственным словам, вынесли представители государства и консультирующие их экономисты. А затем рассмотрим основные критические аргументы против их позиции.

Официальная наука исправляет свои ошибки

В марте 2012 года председатель ФРС Бернанке прочитал в Вашингтоне серию лекций под названием «Федеральный резерв и финансовый кризис», четвертую

из которых назвал «Последствия кризиса»¹⁷. Бернанке был не только главой ФРС, сильнейшего центрального банка в мире и основного разработчика экономической политики на всем протяжении кризиса, но и выдающимся представителем официальной экономической науки. Его можно рассматривать как авторитетный источник сведений о позиции большинства представителей государственной власти и академических экономистов¹⁸. В этой лекции он преследовал две важные задачи. Во-первых, выступить в защиту активных действий ФРС и других ключевых центральных банков после кризиса. Во-вторых, озвучить повестку экономической политики в посткризисный период. Вот что он сказал:

Мы начали с того, что у центрального банка есть два важнейших инструмента: он может смягчить финансовый кризис, выступая кредитором последней инстанции, а также проводит денежную политику, чтобы обеспечить экономическую стабильность. В эпоху Великой депрессии, как я отмечал, эти инструменты не использовались должным образом. Но в нашем последнем случае ...я должен сказать, что ...остальные центральные банки проводили политику, очень близкую к политике ФРС... активно используя эти инструменты. И я убежден, что, поступая так, мы избежали намного худшего исхода в отношении как масштаба финансового кризиса, так и глубины и суровости рецессии.

Новые законодательные механизмы нам не повредят. Но опять же, они не решат проблему. В конечном счете единственный выход для нас, регуляторов, и наших последователей — продолжать отслеживать состояние всей финансовой системы и стараться выявлять проблемы и ...отвечать на них, используя имеющиеся инструменты¹⁹.

Затем Бернанке сделал три ключевых замечания о роли центральных банков в условиях кризиса.

Во-первых, действия властей в момент кризиса, несмотря на значительный размах, «во многом оставались

17. Ben Bernanke, 'The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis', Lecture 4, George Washington University School of Business, 29 March 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/federal-reserve-response-to-the-financial-crisis.htm>.

18. Бернанке преподавал в Высшей школе бизнеса Стэнфордского университета в 1979–1985 годах, а затем получил место штатного профессора Принстонского университета. Его перу принадлежит влиятельная работа о Великой депрессии.

19. Bernanke, 'The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis'.

в рамках традиционной роли центральных банков, суть которой — выступать кредитором последней инстанции, чтобы успокоить панику. Отличительной особенностью этого кризиса стала новая институциональная структура. Речь шла не о банках и вкладчиках, а о брокерах и дилерах и рынках РЕПО, о фондах денежного рынка и краткосрочных долговых бумагах. Однако основная мысль о накачке экономики краткосрочной ликвидностью, чтобы погасить панику, очень близка к практике, которую описывает Бэджот в книге „Ломбард-стрит“ 1873 года». С этим утверждением в общем можно согласиться применительно к действиям центральных банков, однако действия денежных властей вышли далеко за пределы стандартной роли кредитора последней инстанции, поскольку включали помощь пострадавшим учреждениям в восстановлении платежеспособности.

Во-вторых, активные меры регуляторов спасли экономику от еще одной Великой депрессии, не дав отдельным рухнувшим учреждениям по цепочке утянуть за собой не только весь финансовый сектор, но и целые сегменты американской и мировой экономики. Мы не знаем, что случилось бы, поступи они иначе, и никогда этого не узнаем, а потому противникам вмешательства очень легко заявлять о его ненужности. Но трудно поверить, что неконтролируемый распад почти всей финансовой системы западного мира (в условиях неблагополучного финансового состояния частного сектора) не привел бы к глобальной депрессии, по меньшей мере сопоставимой по масштабу с депрессией 1930-х годов. Ни один здравомыслящий политик не взял бы на себя такой риск, и, к счастью, после краха *Lehman*, таких политиков не нашлось. События заставили нас еще раз вспомнить, насколько финансовая система зависит от исключительной привилегии государства создавать деньги, которые так нужны людям в моменты, когда все остальное обесценилось.

В-третьих, задача контроля над стабильностью совокупной финансовой системы сводится к тому, чтобы «продолжать отслеживать состояние всей финансовой системы и стараться выявлять проблемы». Также потребуется множество частных улучшений в области экономической политики (о них речь пойдет в главе 7),

призванных уменьшить хрупкость финансовых учреждений и рынков. Финансовый сектор, как утверждает Бернанке, нуждается в постоянном, настойчивом и всеобъемлющем контроле со стороны проявляющего отеческую заботу государства. Ядро рыночной экономики, ее, так сказать, мозг, нельзя оставлять без родительского надзора. Это немаловажная деталь.

Далее Бернанке подчеркивает: «Обеспечение финансовой стабильности для центрального банка столь же важная зона ответственности, как и денежная и экономическая стабильность. И в самом деле, происходящее ...возвращает ФРС к тому, с чего она начиналась. Стоит напомнить, что ФРС была создана для того, чтобы снизить частоту финансовых паник, то есть изначальной целью была именно финансовая стабильность. И теперь мы совершили полный круг». Но он не забыл упомянуть и другую цель: денежную стабильность. О ней он утверждал следующее:

...рынки были уверены, что ФРС удержит инфляцию на низком уровне, инфляционные ожидания оставались небольшими. И несмотря на некоторые колебания уровня инфляции в связи с колебаниями цен на нефть, в целом она оставалась довольно маленькой и стабильной.

В то же время, поддерживая низкую инфляцию, мы стремились не допустить, чтобы она стала отрицательной... Те из вас, кто знаком с событиями в Японии, знает, что их экономика уже довольно долго страдает от этой проблемы. Мы определенно не желали дефляции. Я также упоминал дефляцию, говоря о Великой депрессии. Мягкая денежная политика гарантировала, что экономический рост не окажется слишком слабым, и тем самым устраняла угрозу дефляции²⁰.

Если резюмировать, Бернанке предлагает следующую концепцию трех ролей центрального банка в экономике: таргетирование инфляции (иными словами, макроэкономическая стабилизация), финансовый надзор и неограниченная интервенция в случае кризиса. Сегодня все ключевые центральные банки признают эти три задачи, а ФРС, следуя своему «двойному мандату», добавляет к их числу еще одну задачу — достижение максимальной занятости при данном целевом уровне инфляции.

20. Bernanke, 'The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis'.

Попробуем охарактеризовать ортодоксальную концепцию политики центрального банка, сложившуюся в посткризисный период, или, как я ее называю, «новую ортодоксию». Она включает три части. Во-первых, центральные банки по-прежнему верят, что нужно стремиться к устойчивой инфляции — этот урок страны с высоким доходом вынесли из инфляционной эпохи 1970-х годов²¹. Во-вторых, они применяют еще один набор инструментов, чтобы обеспечить стабильность финансовой системы в целом. Эту задачу решает так называемая макропруденциальная политика²². В-третьих, центральные банки укрепились в роли кредитора последней инстанции, но стремятся избежать участия в спасении обанкротившихся учреждений. Поэтому им требуются такие методы оздоровления учреждений (реорганизации их финансовой структуры или даже закрытия), которые не вызовут финансовый апокалипсис. Соответственно, финансовые учреждения впредь не должны становиться слишком большими, слишком сложными или слишком тесно связанными между собой, чтобы их пришлось спасать.

Против этого подхода есть, однако, много веских возражений. Из них три наиболее важны.

Первое: новая ортодоксия наделяет чиновников огромными дискреционными полномочиями по вмеша-

21. В своей денежной политике ФРС, руководствуясь «двойным мандатом» от Конгресса, преследует две цели: максимальный уровень занятости и стабильность цен. Хотя центральный банк США придает важное значение таргетированию инфляции, он не одержим им в такой же степени, как ЕЦБ, для которого «стабильность цен» имеет безусловный приоритет. Отчасти это объясняется разным законодательством. Отчасти это результат разной национальной и институциональной культуры. Банк Японии начал таргетировать инфляцию лишь в начале 2013 года, когда правительство установило целевые ориентиры. До тех пор представители Банка Японии утверждали, что не могут добиться более высокой инфляции методами денежной политики. Банк Англии также занимается таргетированием инфляции, однако, как показал кризис 2008–2009 годов, он не раз допускал превышение целевого ориентира инфляции, а это означает, что он также принимает во внимание уровень экономической активности.

22. Макропруденциальная политика теоретически выполняет ту же функцию на уровне экономики в целом, что и традиционное (микро-) пруденциальное регулирование на уровне отдельных учреждений. См. Committee on the Global Financial System, 'Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences', CGFS Papers No. 38, May 2010, <http://www.bis.org/publ/cgfs38.pdf>.

тельству в работу финансовой системы, которая является ядром рыночной (как принято думать) экономики.

Второе: доктрина новой ортодоксии не разрешает неоднозначные взаимосвязи между государством и частным сектором в качестве поставщиков денег. Напротив, она их еще больше запутывает.

Третье: эта доктрина предполагает, что денежная политика имеет целью обеспечение денежной стабильности, тогда как макропруденциальная политика обеспечивает финансовую стабильность. Что еще важнее, она предполагает, будто эти направления политики друг другу не мешают, тогда как на самом деле денежная политика временами подрывает финансовую стабильность, поощряя избыточное кредитование, а макропруденциальная политика может помешать достижению целей денежной политики, останавливая рост кредитования.

Не удивительно, что многие из тех, кто помнит безобразные результаты работы центральных банков перед кризисом и сомневаются в работоспособности новых доктрин, возражают против новой официальной посткризисной идеологии. Ее критики опираются на работы влиятельных экономистов прошлого, таких как Кнут Виксэль, Людвиг фон Мизес, Фридрих Хайек, Генри Саймон, Джон Мейнард Кейнс, Милтон Фридман, а также Абба Лернер. Содержание этой полемики совсем не ново. Однако оно столь же насущно сегодня, как и много лет назад.

Альтернативы новой ортодоксии

Способность финансовой системы создавать кредит и деньги огромна, и это одновременно и зло, и благо. Смешанная государственно-частная система, существующая сегодня, — конечно, не единственная из возможных. Выбор между альтернативами вовсе не является вопросом формального свойства. Он неизбежно приведет к серьезным политическим последствиям.

Итак, каковы альтернативные представления об устройстве финансовой, кредитно-денежной и бюджетной систем?

Кнут Виксель о рыночной и естественной ставках процента

Важнейший урок последнего времени заключается в том, что рост кредита, создаваемого частным сектором, может быстро вывести финансовую систему из равновесия, даже если инфляция под контролем. Новая ортодоксия в области политики центрального банка является попыткой запихнуть обратно в бутылку джинна нестабильности, выпущенного финансовым сектором.

Представление о неустойчивости кредитной системы характерно как для посткейнсианцев, таких как Мински, так и для экономистов австрийской школы, таких как фон Мизес²³. У этих разнородных течений экономической мысли есть общий источник — это работы великого шведского экономиста Кнута Викселя (1851–1926), чей классический труд «Процент и деньги» вышел в свет в 1898 году. В нем Виксель начинает с наблюдения, что банки способны создавать кредитные деньги — как это происходит, объясняет приведенная выше цитата из отчета Банка Англии²⁴. Исходя из существования такого рода кредитных денег, Виксель утверждал, что в экономике действуют две процентные ставки: «естественная» и «денежная». Первую нельзя наблюдать непосредственно; она отражает реальный доход на вновь вложенный капитал, который и является стимулом для предпринимателей делать новые капиталовложения. Вторую можно наблюдать непосредственно: это ставка по займам в банковской системе.

В теории Викселя, когда денежная ставка ниже естественной ставки, банки наращивают кредитование, отвечая на растущий спрос со стороны бизнеса. Бизнесом движет уверенность, что доход по инвестициям (естественная ставка) выше, чем стоимость заимствования у банков (денежная ставка). Спрос на новые заемные средства приводит к расширению кредита и росту коли-

23. Об этом вопросе см.: Thomas Aubrey, *Profiting from Monetary Policy: Investing through the Business Cycle* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2013), в особенности главы 3 и 4.

24. 'Knut Wicksell', http://en.wikipedia.org/wiki/Knut_Wicksell.

чества денег (как это происходит, рассказано выше), стимулирует рост реальной экономики и, в конечном счете, рост инфляции. Когда денежная ставка выше естественной, процесс идет в обратном направлении: размах кредитования и количество денег уменьшаются. Возникает угроза дефляции. Поскольку расширение и сужение кредита — кумулятивные процессы, то есть расширение или сужение кредита сегодня зависит от его расширения или сужения вчера, то, воздействуя на экономическую активность и цены, изменение предложения кредита и денег оказывает мощный реальный эффект на экономику.

Викселль в равной мере повлиял на экономистов австрийской школы и на Кейнса, но они сделали из его работ разные выводы. Один из современных последователей Викселля — влиятельный некейнсианец Майкл Вудфорд из Принстонского университета, чьи работы дают аргументы в защиту практики управления ожиданиями посредством инфляционного таргетирования — в духе современной ортодоксии²⁵. Вудфорд особое внимание уделяет проблеме устойчивой инфляции, беспокоившей Викселля. Еще один последователь Викселля — Уильям Уайт, бывший экономический советник и глава отдела денежной и экономической политики Банка международных расчетов (БМР), а также Клаудио Борио, его заместитель в том же отделе БМР и глава службы исследований и статистики БМР (его имя уже упоминалось в главе 5)²⁶. Эти экономисты особое внимание уделяют размышлениям Викселля о кредите; они настаивают, что расхождение естественной и рыночной ставок процента может привести не к измеримой инфляции либо дефляции, а к неравновесному росту или сжатию кредитования (если только речь не идет об очень длительном периоде)²⁷.

Ошибка центральных банков, по мнению этих экономистов, состоит в том, что они допустили чрезмер-

25. Michael Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2003).

26. Книга Aubrey, *Profiting from Monetary Policy* — интересная попытка применить идеи Викселля для анализа современного денежного обращения.

27. Claudio Borio and Piti Disyatat, 'Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?', BIS Working Papers No. 346, May 2011, p. 24, <http://www.bis.org/publ/work346.htm>.

ную растяжимость, доступность кредитования. Вот почему, утверждают они, финансовые кризисы участились. По их мнению, современная ортодоксия предполагает, что макропруденциальное регулирование способно контролировать расширение кредитования. Но они сомневаются, что подобное регулирование может в должной мере уравновесить денежную политику, когда она действует в обратном направлении. Они заключают, что денежная политика должна «дуть против ветра» кредитной экспансии²⁸. Уильям Уайт схожим образом утверждает, что сегодня экономическая политика крутится как белка в колесе — ей приходится идти на все более отчаянные монетарные меры, чтобы излечить негативные долгосрочные последствия, вызванные монетарной политикой на предыдущем этапе. Он опасается, что политика, которую проводили после 2007 года в ответ на кризис, может привести к еще более плачевным последствиям. Причину происходящего викселлианцы усматривают в том, что денежная ставка процента слишком долго находилась ниже естественной ставки²⁹.

Вторая группа неовикселлианцев справедливо указывает, что таргетирование инфляции не только не стабилизирует экономику, но и в среднесрочном периоде может дестабилизировать финансовую и экономическую систему. Но при всей убедительности поставленного диагноза с их политическими рекомендациями нельзя согласиться.

Во-первых, не получится убить двух зайцев одним выстрелом — добиться и ценовой, и финансовой стабильности с помощью одного инструмента. Во-вторых, естественная ставка процента неизвестна: попытки использовать темпы экономического роста в качестве индикатора естественной ставки, как это делает Уайт, неубедительны. Связь между ними есть только в долгосрочном состоянии равновесия. Но самая яркая черта нашей экономики — отсутствие подобного равнове-

28. Claudio Borio and Piti Disyatat, 'Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?', BIS Working Papers No. 346, May 2011, pp. 24–27.

29. William White, 'Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences', September 2012, <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>.

сия: быстро растущая экономика, где реальные ставки процента находятся на очень низких уровнях, — это неравновесная экономика. Причина тому — эпохальные исторические изменения, такие как выход Китая и других формирующихся экономик на мировую арену, которые я описал как «сдвиги» в главе 5³⁰. В-третьих, сила, с которой нужно «дуть против ветра», нам неизвестна и не может быть установлена, так как взаимосвязи между денежной политикой и ценами активов не поддаются точному регулированию при данном уровне наших знаний. В-четвертых, неясно, насколько выполним законодательный мандат центрального банка обеспечивать одновременно денежную и финансовую стабильность посредством денежной политики. Наконец, погоня за стабильностью в финансовой сфере может вывести из равновесия инфляцию и инфляционные ожидания, тем самым не снизив, а усугубив неустойчивость реальной экономики.

Современные последователи Викселля верно выявили проблему, но не предложили жизнеспособного решения. Мой вывод таков: в условиях быстрого роста кредитования денежная политика должна быть жестче, чем следует из задач строгого инфляционного таргетирования. Однако денежная политика не может достичь обеих целей сразу: потребуются другие инструменты, чтобы снизить дестабилизирующее воздействие финансовой системы, как и учит новая ортодоксия.

30. В одной примечательной статье Томас Лаубах и Джон К. Уильямс из ФРС утверждают, что в модели оптимального роста реальная ставка процента определяется долгосрочным реальным темпом экономического роста. Но долгосрочная естественная ставка процента движется вслед за долгосрочным потенциальным темпом экономического роста, а он, по всей видимости, очень изменчив. К тому же, если оценивать долгосрочную естественную ставку таким образом, она не обязательно соответствует ценовой стабильности, вопреки допущению Викселля, если на экономику в краткосрочном и среднесрочном периодах воздействуют шоки. На самом деле мы наблюдаем большие расхождения между реальной ставкой процента по безрисковым облигациям и темпом роста мировой экономики, и, возможно, они объясняются сильным временным шоком, вызванным глобализацией и выходом на мировую арену развивающихся стран. См.: Laubach and Williams, 'Measuring the Natural Rate of Interest', Board of Governors of the Federal Reserve System, November 2001, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200156/200156pap.pdf>.

Австрийская школа о банковском кредите и ошибочных инвестициях³¹

Викселль оказал огромное влияние на австрийских экономистов Людвиг фон Мизеса (1881–1973) и Фридриха Хайека (1899–1992), и оба они сыграли видную роль в научных дебатах 1920-х и 1930-х годов о деньгах и финансах. Отчасти их проигрыш в дискуссиях в академических и официальных кругах вызван методологическими предпочтениями — неприятием растущего значения математики в экономической науке, но гораздо важнее оказались политические причины — осуждение любого вмешательства государства в капиталистическую экономику, охваченную величайшим в истории кризисом, даже если ей предстояло погибнуть. Как ни парадоксально, но поражение в научных кругах раскрепостило экономическую теорию австрийской школы. Она приобрела политический вес, особенно в США, где стала любимой экономической идеологией либертарианцев и, как следствие, части членов современной Республиканской партии; к примеру, ее приверженцем является бывший конгрессмен Рон Пол. Причина их интереса к австрийской школе в том, что, в отличие от чикагской школы, где в послевоенный период ключевой фигурой был ныне покойный Милтон Фридман, представители австрийской школы считают недопустимым любое вмешательство государства в рыночную экономику, даже регулирование предложения денег. Многие современные «австрийцы» выступают за возврат к золотому стандарту. Естественно, они по каждому пункту противоречат новой (а равно старой) ортодоксии в области денежной и финансовой политики. Они — бескомпромиссные сторонники политики *laissez-faire*. Вот почему они «осудили политику ФРС во время Великой рецессии»³². Сами они, напротив, считают депрессии целительными.

31. См. 'Austrian School', http://en.wikipedia.org/wiki/Austrian_School.

32. Хорошее первоначальное представление об австрийской школе можно получить из: Jesús Huerta de Soto, *The Austrian School: Market Order and Entrepreneurial Creativity* (Cheltenham and Northampton, MA: Edward Elgar, 2008); Хесус Уэрта де Сото, *Австрийская экономическая школа: рынок и предпринимательское творчество* (Челябинск: Социум, 2009). См. в особенности

Фон Мизес, вслед за Викселлем, уделял много внимания естественной и денежной ставкам процента. Но он существенно расширил понимание роли банков в расширении кредитования. Как поясняет испанский экономист австрийской школы Хесус Уерта де Сото, «согласно Мизесу усиление любого инфляционного процесса посредством кредитной экспансии рано или поздно стихийно и неумолимо порождает попятное движение и провоцирует кризис или экономический спад, который выявляет все совершенные инвестиционные ошибки, ведя к массовой безработице и вызывая необходимость ликвидации и размещения заново всех неверно инвестированных ресурсов. Для устранения повторяющихся экономических циклов Мизес предложил создать банковскую систему со 100-процентными резервными требованиями для вкладов до востребования»³³. Парадоксально, но великий апостол свободного рынка предлагал ограничить свободный рынок в вопросе роста предложения денег. Для этого он советовал директивно лишить банковские учреждения возможности создавать кредит и деньги, а в качестве резервного актива установить золото.

Хайек утверждал, что разрыв между естественной и денежной ставками процента приводит к искажению структуры производства. Таким образом, если между ними возникает положительная разница — возможно, из-за усилий центрального банка по расширению кредитования, — то ожидаемые прибыли будут расти, поскольку реальный доход на новые инвестиции (естественная ставка) будет выше ставки, по которой предприятия могут взять в долг (денежная ставка). Это спровоцирует расширение кредита (то есть ложных сбережений) за счет повышения финансового рычага в банковской системе и переход к более капиталоемким («окольным» в терминологии австрийской школы) технологиям производства: чем ниже стоимость капитала (в данном случае ее индикатором служит денежная ставка), тем более прибыльными оказываются капита-

гл. 5 и 6, посвященные вкладу Людвига фон Мизеса и Фридриха Хайека в экономический анализ денег.

33. Ibid., p. 65–66; там же, с. 98.

лоинтенсивные технологии производства. Подобный форсированный переход к капиталоемким технологиям и есть «ошибочные инвестиции». Чем больше разница между двумя ставками процента, тем сильнее бум и тем оглушительнее крах³⁴. В частности, Хайек возложил вину за Великую депрессию на экспансионистскую кредитную политику ФРС в 1920-е годы³⁵. По словам Уэрта де Сото, «Хайек рассматривал кейнсианский рецепт выхода из Великой депрессии как всего лишь временное решение, чреватое неблагоприятными последствиями. Действительно, любое искусственное повышение совокупного спроса ведет к серьезному искажению структуры производства и способно породить лишь нестабильную занятость»³⁶. Позднее Хайек увлекся идеей частной эмиссии денег, отказавшись от идеи Мизеса о 100-процентном резервировании денег.

Во время полемики 1930-х годов о деловом цикле австрийцы проиграли спор кейнсианцам, а затем и монетаристам. Они надолго утратили влияние в вопросах макроэкономической политики. Их неудача объясняется совокупностью экономических и политических причин. Экономическая причина связана с масштабом краха. Было трудно поверить, что всему виной всего лишь ошибочные инвестиции 1920-х годов. В самом деле, этот тезис озадачивает, особенно если учесть, что он исходит от столь ревностных сторонников *laissez-faire*. Почему предприниматели с такой легкостью идут на поводу у ошибочной денежной политики? Если они могут так сильно ошибаться на ее счет, может, и в остальных вопросах они тоже ошибаются? Кроме того, почему последствия ошибочных инвестиций должны приводить к депрессии? Скорее должно произойти изъятие капитала из одних отраслей и всплеск инвестиций в более прибыльных отраслях.

Гораздо убедительнее масштаб падения во время Великой депрессии объясняется резким сжатием спроса, во многом вызванным коллапсом банковской и денеж-

34. Интересный разбор австрийской теории деловых циклов см. в: Aubrey, *Profiting from Monetary Policy*, p. 76–88.

35. Ibid., p. 79–81.

36. Ibid., p. 84.

ной систем. Еще одним результатом сжатия спроса был массовый рост вынужденной безработицы. Экономисты австрийской школы, высказываясь вслед за министром финансов США Эндрю Меллоном в пользу «ликвидации» и отрицая благотворность государственного вмешательства, ожидаемо оттолкнули от себя тех, чья поддержка была важна: избирателей³⁷. Президентом США был избран Франклин Делано Рузвельт. В Германии канцлером стал Адольф Гитлер. Оба эти лидера, несмотря на пропасть, пролегающую между ними, отрицали идеологию *laissez-faire*. К концу 1930-х годов идеи Хайека были разгромлены, он оставил теорию деловых циклов и занялся политической философией и экономикой информации, внося важный вклад в оба направления.

Сегодня сторонники австрийской школы, такие как бывший конгрессмен Пол, выступают за возврат к политико-экономической модели XIX века: золотой стандарт (устанавливающий прямую связь между предложением денег и предложением золота); упразднение центрального банка; прекращение финансового и иного регулирования; ликвидацию социального страхования и т. д. Если бы люди с подобными взглядами оказались в 2007–2008 годах у власти, то не исключено, что повторились бы события 1930-х годов. И тогда либертарианские взгляды потеряли бы всякое доверие еще двух поколений. Однако в США на смену растерявшейся республиканской администрации пришла энергичная администрация демократов. Поэтому австрийские экономисты и другие либертарианцы получили возможность обвинять в печальных последствиях кризиса тех, кто старался их исправить. И в самом деле, в США стало общепринятым мнение о провале программы стимулирования экономики, уже стало привычкой ругать администрацию Обамы за то, что ее программа

37. По словам Герберта Гувера, президента США в 1928–1932 годах, Меллон советовал «ликвидировать рабочие места, ликвидировать запасы, ликвидировать фермеров, ликвидировать недвижимое имущество... Нужно очистить систему от гнили. Высокий прожиточный минимум и тяга к комфорту упадут. Люди будут работать усерднее, вести более добродетельный образ жизни. Ценности изменятся, и предприимчивые работники заберут свое у менее способных», http://en.wikipedia.org/wiki/Andrew_W._Mellon.

стимулирования провалилась, тогда как на самом деле она просто оказалась недостаточно масштабной, отчасти из-за ожесточенного сопротивления республиканцев и отчасти из-за ложного (как потом оказалось) оптимизма многих экономистов в составе администрации³⁸. Распространенность этой ошибочной оценки событий означает, что во время следующего крупного кризиса «ликвидационизм» австрийской школы могут применить на практике с предсказуемо плачевным результатом. Впрочем, трудно поверить, что золотой стандарт XIX века получится восстановить в условиях современной демократии³⁹.

И это не единственная причина, почему подход австрийской школы следует отвергнуть. Они правы, когда утверждают, что важно выяснить условия, приводящие к краху. Но рекомендация ничего не делать в ответ на кризис никоим образом не вытекает из их (верного) вывода о том, что кризис вызывают последствия ошибок. Врач не откажется лечить пациента с сердечным приступом, возникшим из-за переедания, и не предложит ему вместо лечения сесть на диету. Сначала он спасет ему жизнь, а потом, когда пациенту станет лучше, пропишет ему диету.

Тем не менее критика австрийской школы по адресу официальной ортодоксии имеет ценность, пусть даже их теория и предложения в отношении экономической политики бесполезны. Во-первых, они напоминают нам, что кредитная система порождает нестабильность. Во-вторых, стабильная инфляция не гарантирует экономической стабильности. В-третьих, бум приводит к оши-

38. См.: Paul Krugman, 'The Stimulus Tragedy', *The New York Times*, 20 February 2014, <http://www.nytimes.com/2014/02/21/opinion/krugman-the-stimulus-tragedy.html?ref=paulkrugman>.

39. Система частичного банковского резервирования, в которой предложение резервов неэластично, порождает крайнюю нестабильность. Когда политические отношения совсем иные, нежели в XIX веке, — избирательные права больше не скованы огромным имущественным цензом, нет той неограниченной веры в свободные рынки и минимальное государство, — гораздо сильнее соблазн сбросить искусственные цепи и выпустить новые резервы. И все же такие авторы, как Брендан Браун продолжают придумывать современные версии золотого стандарта с жестким контролем над денежной базой. См.: Brown, *The Global Curse of the Federal Reserve: How Investors can Survive and Profit from Monetary Chaos* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2013).

бочным инвестициям и чрезмерной закредитованности, которые впоследствии придется как-то устранять. Поэтому не удивительно, что с окончанием бума сократились такие отрасли, как строительство и финансы, а также уровень долга. Наконец, некоторую надежду внушает идея о том, что денежные власти могут осуществлять тонкую настройку, опираясь на экономические прогнозы, и защищать стабильность финансовой системы, опираясь на анализ системных рисков. Вместе с тем нужно быть готовыми к неизбежным ошибкам.

Генри Саймонс и «Чикагский план»

Мизес пришел к выводу, что способность частных учреждений создавать кредитные деньги из ниоткуда — как побочный продукт их кредитных операций (о чем говорилось выше), — нужно поставить под контроль посредством 100-процентного банковского резервирования, то есть системы, в которой на каждый доллар депозитов приходится доллар резервов на счете в центральном банке. К тому же выводу в 1930-е годы пришла еще одна группа экономистов, выступающих за свободный рынок, — чикагская школа, исходя из тех же соображений: они решили, что денежная система, основанная на банках (которую мы имеем и сегодня), по своей сути нестабильна и вносит нестабильность в экономику. Среди экономистов чикагской школы много выдающихся и уважаемых ученых: Фрэнк Найт (1885–1972), который первым сформулировал важнейшее различие между исчисляемым риском и неопределенностью; Генри Симонс (1899–1946), автор самой проработанной версии чикагского плана денежной реформы; Ирвинг Фишер (1867–1947), самый известный американский экономист довоенного периода, а после Второй мировой войны — Милтон Фридман (1912–2006)⁴⁰. Подобно австрийцам, эти сторонники свободного рынка заключили, что для защиты рыночной экономики от разорительных кризисов необходимо покончить с правом создавать кредитные деньги.

40. Jaromir Benes and Michael Kumhof, 'The Chicago Plan Revisited', p. 17–19, WP/12/202. International Monetary Fund. August 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>.

Суть плана, впервые предложенного на пике Великой депрессии в 1933 году, сводилась к тому, чтобы предоставить правительству исключительное право на создание денег, лишив такого права частные учреждения (то есть банки). Каждая из версий плана предполагала 100-процентное резервирование банковских депозитов. Иными словами, домохозяйства и фирмы должны хранить свои сбережения в виде вкладов в банках, а те, в свою очередь, должны размещать те же суммы на счетах в центральном банке или, как вариант, вкладывать их в покупку государственных облигаций. Таким образом, депозиты становились бы источником финансов для правительства. Экономическое обоснование плана заключается в том, что это единственный способ предотвратить банковские кризисы: банки просто не смогут обанкротиться. Философское обоснование состоит в том, что денежная система изобретена обществом для своего блага. Это изобретение должно приносить обществу достаток, а не разорять его. Также авторы плана предлагали подчинить дальнейшее расширение предложения денег (теперь полностью сосредоточенное в руках государства) некоему правилу — например, можно было бы задать целевые темпы прироста денежного предложения исходя из ожидаемого роста экономики, спроса на деньги или целевого уровня инфляции.

Но откуда при 100-процентном резервировании депозитов возьмутся средства для кредитования экономики? Это ключевой вопрос для всех подобных схем. Первоначально «Чикагский план» предполагал замену традиционных банков на инвестиционные трастовые компании, которые бы выпускали акции и продавали приносящие процентный доход ценные бумаги. Но подобные долговые активы могут превратиться в привлекательный для участников рынка заменитель денег и губительно сказаться на финансовой стабильности, в чем мы уже убедились на примере фондов денежного рынка и рынков РЕПО, сыгравших ключевую роль в возникновении теневой банковской системы. Были предложены два альтернативных варианта плана, имевшие целью избежать такого исхода. Один из них, выдвинутый Симонсом, подразумевает, что вся частная собственность примет форму валюты, государственных облигаций, акций корпораций или реальных активов. Тогда

инвестиционные трастовые компании примут форму взаимного фонда, управляющего акциями или недвижимостью. Согласно второму варианту банки должны финансировать вложения в рискованные активы за счет займов у правительства, а не у частного сектора.

Принципиальная задача «Чикагского плана» — закрепить за государством эмиссионную монополию: частные институты не смогут больше выпускать обязательства, заменяющие деньги, кроме случаев, когда эти обязательства обеспечены деньгами государства. Какие преимущества дает такая схема? Фишер утверждал, что их четыре. Во-первых, если банки перестанут создавать и затем уничтожать кредит и деньги в самоподдерживающихся циклах, то из экономики исчезнет главный источник нестабильности. Во-вторых, 100-процентное банковское резервирование исключит саму возможность набегов на банки: банки будут совершенно надежны. В-третьих, если правительство будет финансировать свои расходы за счет выпуска денег, то есть по нулевой ставке процента, так что ему больше не придется занимать, то процентные ставки и уровень государственного долга резко снизятся. В большинстве стран правительства станут чистыми кредиторами. Наконец, поскольку создание денег больше не предполагает частного долга, уровень последнего может значительно упасть. В процессе перехода от одной системы к другой правительство могло бы направить избыток предложения денег (по сравнению с размером своего долга) на компенсацию значительного падения уровня частного долга, выкупая частные обязательства. К этим преимуществам я бы добавил, что упразднение традиционных кредитных денег почти наверняка сократит размеры финансового сектора, снизит совокупные доходы банкиров и сделает более равномерным распределение доходов.

Одно только улучшение состояния государственных финансов уже будет крайне существенным. Как говорится в важной публикации МВФ о «Чикагском плане», которую подготовили Яромир Бенеш и Михаэль Кумхоф, в США совокупные банковские депозиты составляют примерно 180% ВВП⁴¹. Предположим, что спрос

41. Jaromir Benes and Michael Kumhof, 'The Chicago Plan Revisited', p. 7.

на деньги растет теми же темпами, что и номинальный ВВП, скажем, на 5% в год. Если он растет медленнее, то процентные ставки растут и экономика входит в дефляцию. Тогда для сохранения отношения депозитов к ВВП на уровне в 180% предложение денег должно расти на 9% ВВП ежегодно. Этого прироста хватило бы, чтобы покрыть примерно 40% расходов федерального правительства в обычные годы, а значит, можно резко снизить налоги. Республиканцы будут в восторге! Сюда нужно добавить средства, сэкономленные на выплате процента по государственному долгу (предполагая, что государству не нужно выплачивать процент по депозитам), а также доходы от кредитования частного сектора.

Не менее кардинальные изменения ждали бы и денежную политику. Центральный банк получил бы прямой контроль над предложением денег. Его можно было бы обязать следовать строгим правилам, как предлагала чикагская школа, включая точное таргетирование инфляции. Центральный банк мог бы устанавливать любую ставку процента по своему усмотрению, в том числе отрицательную, чтобы заставить людей хранить средства в наличных, а не в депозитах. Стабилизация экономики стала бы относительно простой задачей, поскольку устранен главный источник нестабильности.

Нет ничего удивительного, именно сопротивление банковской отрасли привело к отказу от «Чикагского плана» в 1930-е годы. Никто из обладающих столь исключительной привилегией — в данном случае способность по своему желанию создавать обеспеченные государством деньги — не захочет с ней добровольно расстаться. Однако идея так называемой узкой банковской системы (важной части «Чикагского плана») вновь посещает каждое поколение экономистов, и это вполне объяснимо. Хотя Мински и был посткейнсианцем, в 1994 году он тоже выступил за 100-процентное банковское резервирование⁴². План развития «узкоспециа-

42. Hyman Minsky, 'Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Future Policy Implications', Working Paper No. 127, October 1994, The Jerome Levy Research Institute of Bard College, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp127.pdf>.

лизированных банков», выдвинутый Лоуренсом Котликоффом из Бостонского университета, во многом напоминает «Чикагский план»⁴³. Сторонники левых политических взглядов идут еще дальше: британский активист движения в защиту окружающей среды Джеймс Робертсон считает, что все деньги должны создаваться центральным банком напрямую, а затем передаваться правительству, чтобы оно распоряжалось ими по своему усмотрению. Но для денежной сферы это то же самое, что и 100-процентное резервирование⁴⁴. Совсем недавно Эндрю Джэксон и Бен Дайсон предложили похожий подход в рамках общественного движения Positive Money («За полезные деньги») в Великобритании⁴⁵. Самое важное в этих предложениях заменить деньги, выпускаемые на основе частного долга, деньгами, создаваемыми государством, — то, что они легко осуществимы и могут принести существенную выгоду: значительное уменьшение частного долга и снижение кредитного бремени частного сектора.

Среди сил, противодействующих подобным идеям, снова выделяются частные банкиры с их эгоистическими интересами. Но есть и теоретические возражения. Уолтер Бэджот начинает свою книгу «Ломбард-стрит» со следующего утверждения:

...во Франции и Германии и остальных странах со скудной банковской системой гораздо больше наличных денег циркулирует вне банков, чем в Англии и Шотландии, где развито банковское дело. Но эти наличные деньги, так сказать, недостижимы для «денежного рынка»... В то время как английские деньги — это деньги, доступные для заимствования. Наши люди смелее обращаются с деньгами, чем любая нация на континенте, и даже не будь они столь смелы, самый факт, что деньги размещены на банковском депозите, делает их гораздо доступнее. Миллион в руках одного банкира — это великая сила; он может, когда только захочет, разом одолжить их заемщику, и заемщики могут к нему прийти, зная о его деньгах.

43. Laurence Kotlikoff, *Jimmy Stewart is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010).

44. James Robertson, *Future Money: Breakdown or Breakthrough?* (Devon: Green Books, 2012), esp. ch. 3.

45. См.: Andrew Jackson and Ben Dyson, *Modernising Money: Why our Monetary System is Broken and How it can be Fixed* (London: Positive Money, 2013).

Бэджот объясняет динамичное экономическое развитие Великобритании тем, что публика склонна доверять свои деньги частным банкам, осуществляющим рискованные вложения. И все же нельзя утверждать, что без банковской системы, эмитирующей кредит, экономического прогресса не было бы. Авторы «Чикагского плана» и другие экономисты, наследующие их интеллектуальную традицию, определенно выдвигают веские аргументы против современной новой ортодоксии, согласно которой инфляционное таргетирование и макропруденциальное регулирование — это надежные орудия, позволяющие относительно безопасно оседлать финансового дракона. Но, к сожалению, даже если радикальные меры в духе «Чикагского плана» являются необходимым условием для стабильности, то они едва ли будут достаточным условием: рыночная экономика все равно может остаться неустойчивой. Более того, выгоды динамичного развития, приобретаемые благодаря рискованному поведению частной системы, возможно, перевешивают опасность нестабильности.

Рациональной стратегией будет сейчас проведение более агрессивной политики, чем предлагает новая ортодоксия (подробнее речь об этом пойдет в главе 7 и в заключении), и планирование перехода к более радикальным мерам в случае очередного кризиса. Но было бы чересчур разрушительно и рискованно попытаться одним махом перестроить нашу экономику в соответствии с «Чикагским планом», не испробовав сначала более скромные реформы, хотя и слишком радикальные, по мнению новой ортодоксии. Также вполне разумно было бы попробовать убедить отдельные страны (возможно, малые) поэкспериментировать с более радикальным планом устранения банковской системы в ее современном виде. В самом деле, финансовая система так оглушительно провалилась, что сама мысль о единообразии банковских и финансовых систем по всему миру, следующих единым глобальным правилам, теперь кажется необычайно глупой. Мы просто недостаточно знаем, чтобы ограничиться одной системой. Без экспериментов не обойтись. «Чикагский план» в разных вариациях — это эксперимент, который *определенно* стоит провести.

Кейнс против Фридмана: бюджетно-налоговая политика против кредитно-денежной политики

Экономические дискуссии 1930-х годов оставили ценное экономическое наследство: как Джон Мейнард Кейнс (1883–1946) и его последователи, так и монетаристы сходились в одном — они признавали важность совокупного спроса. Экономика не обязательно достигает полной занятости. В сложной денежной экономике фактический выпуск не всегда равен потенциальному выпуску. В этом отношении кейнсианцы и монетаристы оказываются на одной стороне, поскольку и тех и других интересует состояние совокупного спроса, а по другую сторону стоит австрийская школа, совершенно отрицающая важность этого вопроса. Однако кейнсианцы и монетаристы разошлись во взглядах на то, какие инструменты и как должны использовать политики. Это разделение существует до сих пор. Спор о том, что важнее в посткризисный период — бюджетно-налоговая или кредитно-денежная политика, — стал одним из самых значимых споров в истории экономической политики.

Однако подобный спор был бы неуместен в нормальной экономической ситуации, когда процентные ставки существенно выше нуля. При таких условиях большинство последователей Кейнса (хотя и не все) готовы согласиться с Милтоном Фридманом и его сторонниками в том, что одной денежной политики достаточно для обеспечения устойчивого спроса. И все же остаются важные разногласия. Во-первых, Фридман обращал внимание не на цену денег (ставка процента), а на их количество. Он был сторонником количественной теории в духе Ирвинга Фишера и утверждал, что важна не столько цена денег, то есть ставка процента, сколько их количество, то есть денежная масса. Фридман считал, что ставка процента — плохой критерий мягкости денежной политики. Единственный верный критерий — темп роста предложения денег. При этом он предполагал, что, несмотря на радикальный сдвиг денежной системы от товарной к кредитной основе, все же можно и нужно дать четкое определение деньгам и более или менее точно контролировать их рост. Более того, как утвержда-

ют сторонники количественной теории, если добиться устойчивого темпа роста предложения денег, рост номинального спроса также будет стабилен: иными словами, в экономике существует прямая связь между денежным предложением и номинальным уровнем потребления. Во-вторых, Фридман утверждал, что лучший способ регулировать рост денежного предложения — это отказаться от дискреционной политики центральных банков и установить фиксированные правила денежной политики. В таком случае любое краткосрочное нарушение работы реальной экономики, вызванное превратностями денежного предложения, было бы сглажено, и тогда реальная экономика работала бы настолько гладко, насколько это вообще возможно.

Пика популярности монетаризм достиг в 1960-е и 1970-е годы, когда наивная версия кейнсианства провалилась, недооценив инфляционные ожидания и чрезмерно полагаясь на тонкую настройку макроэкономики. Предполагаемая дилемма выбора между безработицей и инфляцией исчезла, после чего кейнсианская идея тонкой настройки реальной экономики (посредством активной бюджетной и денежной политики) лишилась доверия и впоследствии была отброшена. Конечно, если рассуждать логически, ничто не мешало разделять кейнсианское видение роли бюджетной политики в управлении спросом и в то же время признавать решающую роль ожиданий. В равной мере, чтобы быть кейнсианцем, не обязательно всецело полагаться на тонкую настройку макроэкономики. Учитывая ограниченность наших знаний, кейнсианцам стоило полагаться скорее на «грубую настройку» экономики, то есть видеть в бюджетной политике средство вывода экономики из критического состояния. Также можно было признавать важность денег и игнорировать роль ожиданий, оставаясь до некоторой степени приверженцем тонкой настройки. Но история не знает сослагательного наклонения: в 1960-е годы большинство кейнсианцев недооценивали роль инфляционных ожиданий и верили в потенциал тонкой настройки. Эта брешь в позициях кейнсианцев позволила монетаристам провести успешный контрудар, в котором соединились указание на важность ожиданий и ключевую роль денег, а также анализ

слабых мест дискреционной политики тонкой настрой-ки макроэкономики.

Когда монетаризм в 1980-е и 1990-е годы был опробован на практике, он потерпел неудачу, поскольку установить правила работы денежной системы и контролировать предложение денег оказалось не так-то просто. Как следствие, ортодоксальная форма денежной политики вплоть до кризиса предполагала таргетирование инфляции, при котором центральные банки полагались на регулирование процентных ставок и не пытались контролировать количество денег. В умах политиков прочно засела идея «естественного уровня безработицы», выдвинутая Милтоном Фридманом и Эдмундом Фелпсом, или, как ее называют в наши дни, «не ускоряющий инфляцию уровень безработицы» (NAIRU), или уровень нулевого разрыва выпуска. Эта концепция стала своего рода синтезом кейнсианства и монетаризма: кейнсианство, признающее естественный уровень безработицы и проводящее тонкую настройку макроэкономики методами активной денежной политики.

Этой ортодоксии также суждено было рухнуть, сначала в 1990-х годах в Японии, а после 2007 года и на Западе, из-за обстоятельства, которое не заметили ни Кейнс, ни Фридман: склонность кредитной системы выходить из-под контроля, о которой говорили последователи Викселля, экономисты австрийской школы и «минскианцы». После кризиса в большинстве стран мира номинальная учетная ставка достигла нулевой отметки. В этот момент спор возобновился. И монетаристы, и большинство сторонников современной ортодоксии утверждали, что денежную политику по-прежнему можно плодотворно применять, либо расширяя количество денег, либо снижая доходность по другим ценным бумагам, в первую очередь по долгосрочным облигациям. Считалось, что обеих этих целей можно достичь с помощью единого инструмента — количественного смягчения, под которым подразумевалось расширение денежной базы. Считалось, что центральные банки, прибегнув к денежной эмиссии и направив созданные деньги на выкуп облигаций, смогут одновременно расширить денежное предложение и снизить доходность ценных бумаг.

Рис. 37 показывает динамику показателя М2 в США после 1980 года; это наиболее широкий денежный агрегат, данные о котором публикует ФРС⁴⁶. В М2 входит наличность в обращении, а также обязательства финансовых учреждений по депозитам, которые, главным образом, принадлежат домохозяйствам. Также на рис. 37 показана «денежная база». В нее тоже входят наличность в обращении, а также средства банков на депозитах в банках ФРС (то есть в центральном банке). Денежная база отражает объем созданных государством денег в экономике; они составляют обязательства государства. Оставшаяся часть предложения денег — это обязательства банков⁴⁷. Денежную базу часто называют «внешними деньгами», а деньги, созданные банками, — «внутренними деньгами». Вплоть до недавнего кризиса агрегат М2 практически полностью состоял из внутренних денег, поскольку кредитная активность частных финансовых посредников быстро росла. Денежная база практически не увеличивалась. Однако в первые годы после кризиса финансовые посредники сократили кредитование частного сектора. За счет расширения денежной базы, и в первую очередь за счет количественного смягчения, ФРС компенсировала сокращение кредита частному сектору и тем самым поддерживала рост М2. Именно это и предложил бы делать Милтон Фридман. Для монетариста такая политика была бы естественна. Поскольку монетаристов принято считать сторонниками «правой» экономической идеологии, было особенно забавно наблюдать за яростными нападками на действия центрального банка США со стороны множества правых политиков.

46. М2 включает 1) наличные деньги в обращении, находящиеся вне министерства финансов США, резервных банков ФРС и ячеек депозитарных институтов; 2) дорожные чеки, выпущенные небанковскими институтами; 3) вклады до востребования; 4) другие депозиты с возможностью выписывать на них чеки, преимущественно предоставляемые депозитарными институтами, и паевые счета кредитных союзов; 5) сберегательные вклады, в том числе депозиты на счетах фондов денежного рынка; 6) мелкие срочные депозиты (срочные депозиты до 100 тыс. долл.); 7) балансы розничных фондов денежного рынка. Более подробно с определениями можно ознакомиться по ссылке: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

47. На рис. 37 кривая, отражающая денежное предложение, обеспечиваемое кредитом частного сектора, получена вычитанием денежной базы из денежного агрегата М2. — *Примеч. пер.*

Кейнсианцы утверждают, что, если краткосрочная ставка процента близка к нулю, денежная политика теряет эффективность. Ясно, что казавшийся столь нужным рост денежного предложения в форме М2 не привел к мощному восстановлению, хотя почти ясно и то, что он предотвратил усиление рецессии. Как мы уже видели в главе 5, трудность возникла из-за того, что экономика страдает от избытка сбережений, то есть желаемые сбережения превышают желательные инвестиции, несмотря на крайне низкие ставки процента. Пользуясь расхожим английским выражением, накачивание экономики деньгами подобно попытке толкать предмет привязанной к нему веревкой.

Более того, хотя краткосрочная ставка процента может быть близкой к нулю или нулевой, невозможно опустить до нуля долгосрочную учетную ставку, так как действует «предпочтение ликвидности»: при незначительной долгосрочной ставке риски ее повышения для инвесторов велики (ведь тогда они потеряют шанс разбогатеть, когда доходность вернется к нормальным уровням), а риски снижения ничтожны. Поэтому, если доходность по долгосрочным облигациям упадет до-

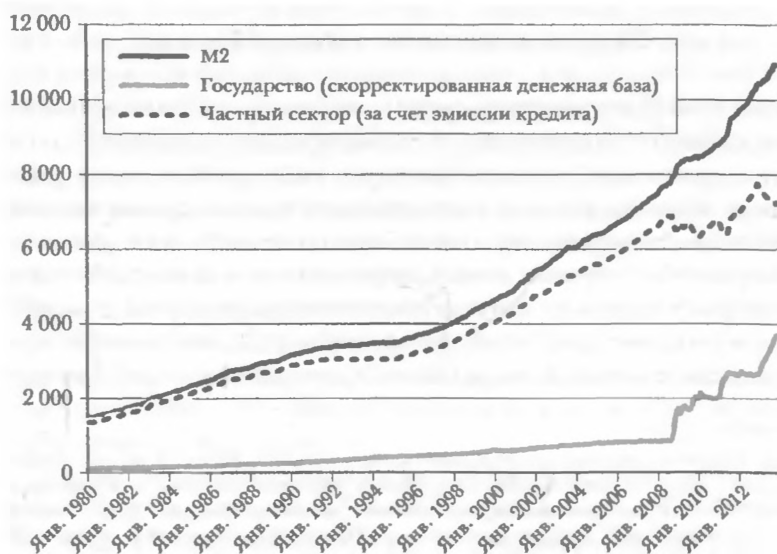


РИС. 37. Источники М2, США (млрд долл.)

Источник: Federal Reserve Bank of St Louis.

статочно низко, люди перестанут их держать. Если бы центральный банк пожелал еще сильнее снизить их доходность, ему пришлось бы начать их массированную скупку: по сути, это означало бы, что центральный банк напрямую финансирует правительство. По мнению кейнсианцев, есть решение получше: прямо снизить желаемый уровень сбережений, сохраняя процентные ставки на нулевом уровне. Для этого правительство должно увеличить свои расходы, а также снизить налоги, чтобы поощрить рост частных расходов. Это самый простой и прямой путь к выздоровлению экономики. Более того, подобная бюджетная политика не окажет никакого влияния на краткосрочные процентные ставки, а долгосрочные ставки в странах со своим собственным центральным банком вырастут только в том случае, если сформируется уверенность в скором восстановлении. Риски дефолта в таком случае близки к нулю.

Спор кейнсианцев и монетаристов об оптимальной макроэкономической политике в условиях кризиса и сейчас активно продолжается как в научных кругах, так и в публичном пространстве. Мы подробно разберем его в главе 8 и на его основе построим свой анализ результатов политики в русле новой ортодоксии.

Гипотеза нестабильности Мински

Хайман Мински (1919–1996), создавший поразительный прецедент появления посткейнсианца в чикагской школе, предложил самый развернутый критический разбор предкризисной ортодоксии, равно применимый и к посткризисной новой ортодоксии⁴⁸. Как уже говорилось в предисловии, введении и главе 4, Мински озвучил три ключевых пункта: во-первых, он считал, что нестабильность внутренне присуща динамичной капиталистической экономике, а не одной только финан-

48. Среди его многочисленных работ можно выделить Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press, 1986); Хайман Мински, *Стабилизация нестабильной экономики* (Москва: Издательство Института Гайдара, 2016), а также 'Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Future Policy Implications', Working Paper No. 127, October 1994, The Jerome Levy Research Institute of Bard College, <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp127.pdf>.

совой системе; во-вторых, он сомневался, что найдутся такие нормы регулирования, которые сумеют надолго сдерживать эту нестабильность; наконец, он полагал, что «большое правительство» совместно с «большим банком» (центральным банком) — единственный способ ограничить вредные последствия нестабильности.

Хотя Мински не признавал стабилизирующего потенциала инфляционного таргетирования (что верно), он бы согласился с Бернанке в том, что регуляторы должны сохранять бдительность, а ФРС обязана спасти экономику, если в ней начнется кризис. Он бы подчеркнул, что сейчас экономика находится в состоянии депрессии и приветствовал бы активные действия правительства для смягчения кризиса. Каждый из этих важных уроков будет детальнее рассмотрен в главе 8.

Лернер, хартализм и современная денежная теория

Рассмотрим последнюю школу мысли, так называемый хартализм (его название происходит от латинского слова *charta* — листок бумаги). Ее сторонники утверждают, что концептуальный недостаток современной ортодоксии в области денежной и бюджетной политики не в том, что она оставляет слишком много свободы центральному банку или правительству, а в том, что этой свободы слишком мало; и в этом отношении она заходит гораздо дальше, чем Кейнс и кейнсианцы⁴⁹. В основе их теории лежит мысль, что денежная и бюджетная политика должны обеспечивать полную занятость. В экономике, основанной на свободно обращающихся фиатных деньгах (то есть эмитированных или обеспеченных государством), правительство не стеснено бюджетными ограничениями: оно всегда может создать деньги, которые его граждане будут обязаны принять. Единственный вид ограничений — макроэкономические, в том числе избыточная инфляция.

Адам Смит однажды так высказался об идее эмитированных государством бумажных денег: правительства британских колоний в Северной Америке «находят вы-

49. См.: 'Chartalism', <http://en.wikipedia.org/wiki/Chartalism>.

годным снабжать население таким количеством бумажных денег, какое вполне достаточно, а обычно и более чем достаточно для ведения всех их внутренних торговых операций»⁵⁰. Однако в завершенной форме теория хартализма возникла лишь в 1895 году, во время расцвета золотого стандарта, когда Георг Фридрих Кнапп опубликовал работу о роли государства как эмитента денег⁵¹. По его мнению, ценность деньгам придает налогообложение, поскольку частные лица нуждаются в них, чтобы заплатить налоги. Затем бумажные деньги становятся общепринятым средством платежа во всех экономических отношениях. Они попросту превращаются в самую ходовую долговую расписку, ведь правительство — наиболее признанный и постоянный заемщик, а любые деньги — это долговая расписка, стоимость которой обусловлена готовностью людей доверять ее эмитенту.

Эта мысль оказала влияние на Кейнса и была развита в теории «функциональных финансов» видного посткейнсианца Аббы Лернера (1903–1982)⁵². Поскольку государство выпускает деньги по своему усмотрению, у него появляются два инструмента воздействия на экономику: уровень налогообложения и объем государственных заимствований. Они никак не связаны с потребностью государства в финансировании, так как оно может покрывать свои расходы, печатая деньги. Поэтому любые рассуждения о том, что государство, как и домохозяйство, обязано балансировать свой бюджет, становятся оправданными только в том случае, если государство отказывается от способности создавать деньги (как это случилось в странах еврозоны). Выражаясь словами Лернера, «правительство должно устанавливать свои расходы и налоги на таком уровне, чтобы совокупные расходы были не меньше и не больше, а в точности соответствовали уровню выпуска с полной занятостью при те-

50. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1776), Bk. V, ch. 3, paragraph 82, <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN22.html#B.V, Ch. 3, Of Public Debts>; Адам Смит, *Исследование о природе и причинах богатства народов* (Москва: Эксмо, 2007), с. 869.

51. Georg Friedrich Knapp, *The State Theory of Money* (London: Macmillan, 1924).

52. Abba P. Lerner, 'Money as a Creature of the State', *Papers and Proceedings of the Fifty-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association*, *American Economic Review*, vol. 37, no. 2 (May 1947), p. 312–317.

кущих ценах. Если это означает, что нужен дефицит, что нужно увеличивать заимствования, «печатать деньги» и т. д., то в этом нет ничего плохого, равно как ничего хорошего, это просто средство для достижения желаемой цели — полной занятости и стабильности цен»⁵³. До тех пор пока подобная политика не ведет к избыточному спросу, нет нужды опасаться последствий инфляции. Это не означает, что денежная политика ничем не стеснена, но ее ограничения продиктованы инфляцией и сопряженными с ней рисками резкого снижения стоимости валюты относительно других валют.

Сегодня сторонники этого набора идей называют его «современной денежной теорией»⁵⁴. Они исходят из того, что частный сектор может выступать чистым приобретателем финансовых активов тогда и только тогда, когда правительство имеет дефицит или экономика в целом имеет профицит текущего счета (то есть дефицит имеют иностранные участники). Если правительство в благополучные времена поддерживает профицитный бюджет, на чем настаивают ортодоксальные кейнсианцы, то частный сектор (в отсутствие профицита текущего счета всей экономики) неизбежно войдет в состояние финансового дефицита. Этот дефицит ему придется финансировать посредством банковского кредита, что в итоге может привести к дестабилизации экономики.

Принципиальное и, безусловно, правильное замечание, которое делают сторонники современной денежной теории, состоит в следующем: *банки не обязательно направят на кредитование экономики все те суммы, которые зарезервированы на их счетах в центральном банке*⁵⁵.

53. Цит. по: Matthew Forstater, 'Functional Finance and Full Employment: Lessons from Lerner for Today', Working Paper No. 272, The Jerome Levy Economics Institute, July 1999.

54. См., в частности: L. Randall Wray, *Modern Monetary Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* (London: Palgrave Macmillan, 2012); Warren Mosler, *Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy* (Valance, 2010). См. также работы Билла Митчелла: <http://bilbo.economicoutlook.net/blog>, Warren Mosler, <http://moslereconomics.com>, and L. Randall Wray, <http://www.economonitor.com/blog/author/rwray>.

55. См.: Paul Sheard, 'Repeat After Me: Banks Cannot and Do Not "Lend Out" Reserves', 13 August 2013, http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/Repeat_After_Me_8_14_13.pdf.

Как уже говорилось, банки самостоятельно решают, сколько выдавать ссуд. Для этого им не нужны резервы, и поэтому их резервы чаще всего пренебрежимо малы. На размер совокупных банковских резервов могут повлиять лишь центральный банк (путем операций на открытом рынке), правительство (изменяя уровень бюджетных расходов и налогообложения) или частные лица (сокращая или увеличивая запасы наличных денег). Кроме того, центральные банки уже имели возможность убедиться в том, что количество создаваемых банками денег тоже прямо не зависит от объема резервов в денежной системе современного типа: после кризиса резервы значительно выросли, тогда как уровень кредитования не изменился. Объем создаваемых банками денег зависит только от того, сколько кредитов они считают прибыльным выдать при той учетной ставке, которую установил центральный банк.

Поскольку восприятие рисков банками сильно различается в зависимости от экономического климата (который они сами во многом и задают совместными действиями), их готовность создавать кредит тоже может быть очень разной — от избытка в период кредитного бума до недостатка в период схлопывания кредитования. Если банку нужны резервы, чтобы рассчитаться по платежам или выдать наличность, центральный банк сегодня может с легкостью их предоставить по определенной им процентной ставке. Таким образом, учетная ставка центрального банка определяет ставку, по которой банки кредитуют экономику. Если центральный банк запускает количественное смягчение (то есть выпускает деньги для покупки активов у населения), он автоматически увеличивает совокупные резервы банковской системы. Центральный банк платит эти деньги частным лицам в обмен на покупаемые у них облигации. Затем население размещает эти деньги во вкладах на своих счетах в коммерческих банках, у которых растут обязательства перед населением и на ту же сумму увеличиваются депозиты в центральном банке. Эти депозиты в центральном банке, разумеется, и есть банковские резервы.

Снова повторю, что действия самих банков никак не могут снизить совокупный объем резервов в системе, поскольку единственное назначение резервов — по-

крывать разницу во взаимных платежах одних банков другим. Остальные фирмы и домохозяйства не имеют счетов в центральном банке. Поэтому, когда один банк теряет резервы (средства на счету в центральном банке), они обязательно оказываются в активах другого банка. Общий уровень резервов остается неизменным. Разумеется, изменить общий уровень резервов могут правительство и центральный банк, покупая и продавая активы на открытом рынке. Также изменить уровень резервов могут частные лица, если захотят получить наличные деньги со своих вкладов в банках. В таком случае банки получают от центрального банка наличность в обмен на резервы или в виде займа от центрального банка, который создает эти резервы. Короче говоря, отношения между банками и центральным банком следует рассматривать так же, как отношения между населением и банками. Центральный банк — это банк для остальных банков.

Современная денежная теория подвергает сомнению еще одно важнейшее основание официальной ортодоксии. Она утверждает, что если экономика основана на фиатных деньгах, то задача центрального банка и правительства вместе взятых сводится лишь к ее стабилизации. Более того, государство и центральный банк всегда могут создать необходимый спрос, расходуя деньги, которые они же и создают. Конечно, есть ограничение: если спрос будет слишком высок по сравнению с предложением, начнется инфляция. Но само по себе количественное смягчение не приводит к инфляции; инфляция начнется, только если совокупное предложение денег (в широком определении) растет быстрее спроса на наличные деньги среди населения. Во время этого кризиса такого не случилось, и гиперинфляция, которой некоторые так боялись, оказалась мнимой угрозой. Реальной угрозой оказалась дефляция.

Причина, по которой правительству не разрешается использовать способность создавать деньги как инструмент стабилизации экономики, заключается вовсе не в том, что это технически трудно. Дело в том, что многие (не без оснований) полагают, что это политически опасно, так как дискреционная власть политиков слишком сильно возрастает, а они склонны чрезмерно опти-

мистично оценивать уровень выпуска, соответствующий полной занятости. Защитой от подобного риска является институциональная структура: дайте центральному банку право создавать деньги, но обяжите его делать это напрямую, создавая «внешние деньги», а не косвенно, расширяя «внутренние деньги». Примечательно, что современная денежная теория монетарной политики и «Чикагский план» сходятся почти во всем, кроме вопроса об институциональной структуре, в рамках которой государство заменит банки в деле создания денег.

Заключение

Авторы разобранных выше критических подходов придерживаются разных политических ценностей и по-разному отвечают на вопрос, нужно ли больше государства и меньше частного сектора или больше частного сектора и меньше государственного вмешательства. Они расходятся во мнении, должна ли политика руководствоваться правилами или быть дискреционной. Они расходятся во мнении, должно ли государство активно управлять экономикой. Среди них нет единого ответа, являются ли деньги и кредит единственным источником нестабильности в экономике. Но в одном они едины: сочетание государства как конечного поставщика денег и частного сектора, который фактически осуществляет создание наибольшей части кредита и денег в обращении, в высшей степени опасно для стабильности экономики. Мы заключили сделку с дьяволом. В ней нет ничего нового. Наоборот, она уходит далеко в века. Но недавние события напомнили нам, что угрозы слишком велики. А, кроме того, либерализация финансов оказалась прямой дорогой к кризисам. Несомненно, это достаточно веские аргументы, чтобы перейти к новой системе.

Обратимся теперь к двойственной задаче, которая стоит перед властями: выбраться из текущих затруднений и вернуть устойчивость и динамизм мировой экономике. Что же именно предпринимается? Есть ли шанс на успех? Что еще может потребоваться? К этим вопросам мы теперь и переходим.

Как исправить финансовую систему

Мы намерены как можно скорее договориться об усилении нормативов ликвидности и капитала. Это основа нашей повестки реформ, и в этом отношении мы полностью поддерживаем работу Базельского комитета по банковскому надзору и призываем его разработать международно признанные нормы, способные улучшить количество и качество капитала банков и воспрепятствовать избыточному применению финансового рычага и слишком рискованному поведению... Принципиально важно, чтобы органы банковского регулирования разработали нормативы капитала и ликвидности, достаточно строгие, чтобы помочь нашему финансовому сектору противостоять будущим спадам в глобальной финансовой системе.

Коммюнике министров финансов и глав центральных банков «Большой двадцатки», 5 июня 2011 года¹

За собственный капитал нужно платить — и банки, и экономика в целом имеют меньше кредитов, чем могли бы, поскольку банковские учреждения упираются в тесные нормативы достаточности капитала... Неудивительно, что кредитование в США и Европе за последние пять лет было угнетено, и ситуация не исправится, если регуляторы будут требовать еще большего уровня собственного капитала.

Сначала указывать банкам, что им нужно иметь больше капитала, а потом жаловаться, что некоторые заемщики не могут получить заем, — это из области политики, а не экономики. Мотивы банков очевидны. Когда регулирующие органы устанавливают нормативы, им не нужно удивляться, что банки естественным образом реагируют на созданные для них стимулы. И банкам все равно приходится выслушивать обвинения в свой адрес за то, что они рационально отвечают на правила, которые им установили регуляторы.

Фрэнк Китинг, президент и исполняющий директор Американской ассоциации банкиров, 22 августа 2013 года²

ФИНАНСОВАЯ система провалилась с таким треском, что законодатели, политики и регуляторы как ошпаренные бросились переписывать старые законы и изобретать новые. Страницы деловых из-

1. 'Communiqué', Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Busan, Republic of Korea, 5 June 2010, <http://www.ft.com/cms/422d6406-7093-11df-96ab-00144feabdco.pdf>.
2. *Financial Times*, 22 August 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/6fe2b90-09bf-11e3-ado7-00144feabdco.html>.

даний пестрили броскими названиями новых инициатив — «Базель III», «Додд-Франк»³, «Правило Волкера»⁴, «Виккерс»⁵, «Лииканен»⁶. Но что стоит за всем этим? Удадутся ли реформы? Не обойдутся ли они слишком дорого? Может быть, есть лучший путь? Я попытаюсь ответить на эти вопросы и особое внимание уделю попыткам законсервировать систему в том виде, в котором она и стала причиной кризиса. В основе таких попыток лежит стремление оседлать банковского и финансового дракона, а не превратить его в домашнего питомца. Затем, в следующей главе, речь пойдет о макроэкономическом контексте — денежной реформе, как глобальной, так и в отдельных странах, а также о перестройке мировой экономики.

Запоздалое усердие

Среди важнейших последствий кризиса было решение созвать в ноябре 2008 года в Вашингтоне саммит «Большой двадцатки», где собрались представители ведущих развитых и развивающихся стран, и эти неформальные совещания стали центром принятия решений глобальной экономической политики. Саммит ознаменовал отказ от прежней схемы, когда подобными структурами руководили несколько развитых стран — в последнее время министры финансов и главы центральных банков «Большой семерки» (США, Японии, Германии, Франции, Италии и Канады), а также главы стран «Большой восьмерки» (страны «семерки» и Россия). Это обновление отражало тектонические сдвиги в глобальном лидерстве. Как следствие, повестку реформ в посткризисный период задавала именно «Большая двадцат-

3. Закон Додда — Франка о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей (2010). — *Примеч. пер.*

4. Серия статей закона Додда — Франка, предложенная американским экономистом Полом Волкером. — *Примеч. пер.*

5. План реформы банковской системы, предложенный в 2010 году Независимой банковской комиссией Великобритании под председательством Джона Виккерса. — *Примеч. пер.*

6. Доклад с планом реформы европейской банковской системы, подготовленный в 2012 году группой экспертов под руководством Экки Лииканена. — *Примеч. пер.*

ка». В Декларации об укреплении финансовой системы от 2 апреля 2009 года правительства объявили, что планируют следующее⁷:

Создать совет по финансовой стабильности для надзора за стабильностью глобальной финансовой системы.

Расширить сферу регулирования на «все системообразующие финансовые институты, рынки и инструменты», особое внимание уделив «большим и сложным финансовым учреждениям». В том числе обеспечить надзор за хедж-фондами.

Усилить пруденциальное регулирование, в том числе требования по количеству и качеству собственного капитала; добиться, чтобы фирмы увеличили объем собственного капитала на случай кризиса; в дополнение к нормативам капитала, привязанным к риску, ввести «простой, прозрачный, не привязанный к риску критерий, который допускал бы международную сравнимость и корректно учитывал угрозы, не отраженные на балансе, а также помог бы сдерживать рост финансового рычага в банковской системе».

Добиться, чтобы «система вознаграждения „соответствовала долгосрочным целям фирм“ и исключала бы принятие неразумных рисков».

Усовершенствовать критерии оценки финансовых инструментов.

Повысить эффективность надзора со стороны кредитных агентств.

Так выглядела непосредственная реакция регуляторов на кризис. Своими действиями они выражали общее мнение, что слишком многое пошло вкривь и вкось: ненадлежащий надзор, недостаточный капитал, пробелы в регулировании, безответственное поведение, недостоверные данные бухгалтерского учета и недостоверные кредитные рейтинги. Впоследствии регуляторы добавили в список новые приоритеты: структурные изменения (изменение внутренней организации банков), стресс-тесты (мероприятия по оценке устойчивости банков в критических ситуациях), режимы урегулирования несостоятельности (правовые механизмы реорганизации финансов компании-банкрота), изменения в структуре рынка (вытеснение вне рыночных сделок в пользу биржевых сделок и сделок с использованием клиринго-

7. 'Declaration on Strengthening the Financial System', London Summit, 2 April 2009, http://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2009-1/annex2.html.

вых систем), реформы регулирующих структур. Когда корабль пошел ко дну, регуляторы попытались заткнуть все течи одновременно.

Чем же кончились все эти грандиозные планы?

Базель III

Первый пункт, по которому предстояло достичь единства, — это соглашение Базель III (ему предшествовали Базель I и Базель II, не выдержавшие проверки кризисом). Это соглашение о нормативах банковского капитала, стандартах управления рисками, в том числе рыночными, макропруденциальном регулировании и рисках ликвидности⁸. Базель I, установивший минимальные требования достаточности капитала банков, был принят в 1988 году Базельским комитетом по банковскому надзору. Забавно, что первое базельское соглашение изначально было нацелено на то, чтобы ослабить конкуренцию со стороны недокапитализованных японских банков, которые в скором времени рухнули во время финансового кризиса 1990-х годов. Прежде всего Базель I предписывал при расчете суммарных активов взвешивать их по риску, относя каждый актив в одну из пяти групп. Как ни парадоксально, предполагалось, что государственный долг — это безрисковый актив, а ипотечные бумаги с рейтингом AAA — следующая за ним группа активов с минимальным риском. Банки, ведущие международные операции, не имели права опускать долю собственного капитала во взвешенных по риску активах ниже 8%. Но подобное правило означало, что отношение капитала к активам во всей системе будет намного ниже, пусть даже каждый отдельный банк будет держать на балансе активы с низким уровнем риска⁹. Базель II, обнародованный в 2004 году, расширил положения Базеля I. К примеру, он уделял гораздо больше внимания рыночным и операционным рискам, чем Базель I, и мотивировал банки использовать собственные модели оценки стоимости активов, подверженной риску¹⁰.

8. О Базеле III см.: http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_III.

9. О Базеле I см.: http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_I.

10. О Базеле II см.: http://en.wikipedia.org/wiki/Basel_II.

Тем самым был учтен опыт кризиса, предшествовавшего Базелю II. Базель III пришел на смену Базелю II, хотя во многом это продукт синтеза двух предыдущих соглашений. Его авторы не стали отказываться от взвешивания активов по риску, хотя этот подход, как уже отмечалось в главе 5, оказался верной дорогой к кризису.

Что касается нормативов капитала, регуляторы договорились увеличить отношение обыкновенного акционерного капитала (в том числе нераспределенной прибыли) к взвешенным по риску активам до 4,5% (по сравнению с 2% по Базелю II), а отношение капитала первого уровня (куда включаются также привилегированные акции и бессрочные субординированные кредиты) к взвешенным по риску активам до 6%. Также они договорились увеличить еще на 2% капитал второго уровня (куда добавляются субординированные кредиты со сроком погашения более пяти лет) и ввести обязательный «буфер сохранения капитала» в размере не менее 2,5% капитала, который послужил бы дополнительным амортизатором в случае очень глубокого падения. Кроме того, они решили добавить «контрциклический буфер» в 2,5% взвешенных по риску активов и дополнительно 1–2,5% для глобальных системообразующих банков. В случае исполнения всех этих нормативов уровень капитала глобальных системообразующих банков достиг бы 15,5% от взвешенных по риску активов. Безусловный минимум капитала в широком определении составил бы 8% от взвешенных по риску активов¹¹.

В дополнение к этому Базель III существенно ужесточил надзор за тем, как финансовые учреждения рассчитывают риски при взвешивании активов. Такое решение отчасти было продиктовано тем, что в докризисный период банки проявили необоснованный оптимизм в оценке рисков, а отчасти тем, что разные учреждения применяли кардинально разные веса для одних и тех же

11. Basel Committee on Banking Supervision, 'Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems', December 2010 (revised June 2011), <http://www.bis.org/publ/bcbst89.pdf>. См. также: Independent Commission on Banking, *Final Report: Recommendations*, London, September 2011, p. 84, <https://hmt-sanctions.s3.amazonaws.com/ICB20final%20reportICB%2520Final%2520Report%5B%5D.pdf>.

активов. Поскольку, взвешивая активы по рискам, финансовые фирмы могут проявлять чудеса изворотливости, регуляторы также договорились ввести норматив капитала без взвешивания по риску. Однако этот норматив был установлен на уровне мизерных 3%.

Базель III ужесточает макропруденциальное регулирование тем, что вводит строгие стресс-тесты, оценивает потенциальные потери в долгосрочной перспективе, а также предписывает регуляторам следить за накоплением системных рисков. Кроме того, в нем существенно пересмотрены требования к ликвидности. Наконец, он предполагает серьезные изменения в структуре и методах работы финансовых рынков: более тесную интеграцию управления рыночными рисками и рисками контрагентов, ужесточение требований к капиталу для учета кредитного риска контрагента, переход от внебиржевой торговли в сторону централизованных торговых площадок.

Несколько юрисдикций решили, что эти меры недостаточно жесткие, и двинулись (или планируют двинуться) дальше. США планируют ввести простое правило, согласно которому уровень финансового рычага в холдинговых компаниях с консолидированными активами свыше 700 млрд долларов не должен превышать 5%. Кроме того, чтобы отвечать статусу учреждения «с достаточным капиталом», отдельные части холдинга, входящие в систему страхования вкладов, должны иметь рычаг не выше 6%¹². Под эти нормы подпадают восемь американских банковских холдингов (*Citigroup, JP Morgan, Bank of America, Bank of New York Mellon, Goldman Sachs, Morgan Stanley, State Street* и *Wells Fargo*), включенные в официальный список глобальных системообразующих банков. Сами нормы регулирования вступят в силу

12. О Базеле III и его применении в США см.: Daniel K. Tarullo, 'Statement by Daniel K. Tarullo, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate', Washington DC, 11 July 2013, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20130711a.htm> и Board of Governors of the Federal Reserve Board, 'Agencies Adopt Enhanced Supplementary Leverage Ratio Final Rule and Issue Supplementary Leverage Ratio Notice of Proposed Rule-making', 8 April 2014, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20140408a.htm>.

с 2018 года¹³. Швейцарские власти распорядились, чтобы банки *UBS* и *Credit Suisse*, входящие в глобальный список системообразующих банков, увеличили собственный капитал до 19% взвешенных по риску активов, из которых 9% должно приходиться на условно конвертируемые облигации («кокосовые», от '*CoCos*', *contingent convertible bonds*), которые автоматически конвертируются в акции при нарушении заданного порогового значения капитала. В Великобритании Независимая банковская комиссия выработала рекомендацию, согласно которой системообразующие банки страны должны иметь минимальную подушку безопасности размером в 17–20% взвешенных по риску активов, включая облигации, по которым предусмотрена конвертация в собственный капитал в случае дефолта эмитента.

Урегулирование несостоятельности

Вторая область, на которой сосредоточились регуляторы, — это процедуры урегулирования несостоятельности финансовых учреждений, в особенности системообразующих банков¹⁴. Процедура урегулирования несостоятельности позволяет властям упорядоченно реорганизовать финансы проблемного учреждения, распределив убытки между акционерами и кредиторами. В то же время учреждениям предстояло разработать собственные планы урегулирования — так называемые завещания на случай банкротства. Цель подобных мероприятий — уничтожить основания для заявлений о том, что эти банки «слишком велики, чтобы обанкротиться», о чем в последнее время нередко приходилось слышать.

Одна из причин, стоящих за идеей обособления дочерних структур с собственным капиталом и правом эмитировать облигации, которые в случае нехватки ка-

13. Об уровне рычага см.: Basel Committee on Banking Supervision, 'Consultative Document: Revised Basel III Leverage Ratio Framework and Disclosure Requirements', June 2013, <http://www.bis.org/publ/bcbs251.pdf>. Стоит отметить, что различия в системах бухгалтерского учета не вполне позволяют сравнивать уровни финансового рычага в разных странах.

14. См.: Financial Stability Board, 'Implementing the FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes — How Far have we Come?', PLEN/2013/55, 15 April 2013.

питала и дефолта принудительно конвертируются в акции, состоит в том, что такую структуру будет гораздо легче «урегулировать». Рассмотрим, к примеру, розничный банк, дочерние предприятия которого обладают собственным капиталом и выпустили собственные облигации с обязательной конвертацией на случай дефолта. В качестве примера подобного федеративного учреждения можно взять испанский банк *Santander* или британский *HSBC*. Допустим, что его дочернее учреждение столкнулось с серьезными трудностями. Далее предположим, что его материнская структура не способна (или не желает) спасти его. Тогда орган, регулирующий деятельность дочерней структуры, мог бы установить над ним контроль и провести процедуру санации, принудительно конвертировав необходимый процент облигаций в акции. При правильной организации это могло бы произойти и без вмешательства регулятора. Именно такую процедуру и предлагает британская Независимая банковская комиссия.

Теперь обратимся к более сложному случаю, когда в аналогичную ситуацию попадает глобальный инвестиционный банк вроде *Goldman Sachs* или *Morgan Stanley* или инвестиционно-банковское подразделение универсального банка. У таких банков балансы единые для всех операций, и регулирующий орган страны, где они непосредственно осуществляют свои операции, не сможет осуществить санацию, не вызвав глобальный хаос. Вне всякого сомнения, лучший способ выйти из подобной ситуации — урегулировать банкротство силами регулятора в стране регистрации холдинговой компании. Федеральная корпорация по страхованию вкладов и Банк Англии сотрудничают над разработкой процедуры санации через головную компанию (SPOE, «с одной точкой входа»). Ее цель — перенести все убытки на акционеров и держателей долгосрочного необеспеченного долга материнской компании холдинга. Чтобы этого достичь, холдинговая компания должна иметь необходимое количество собственных долговых обязательств, отделенных от обязательств дочерних компаний. Подход SPOE призван снизить риск «набега» кредиторов и клиентов дочерних компаний и не дать регуляторам стран, где расположена материнская структура, выделить

ее операции в отдельные юридические лица или найти другие уловки, избежав тем самым финансовой ответственности и затруднив наведение порядка в финансах глобального учреждения¹⁵.

Стимулы для управляющих

Третья важная область — структура стимулов для управляющих. Задача в том, чтобы теснее связать интересы управляющих и акционеров, в том числе и интересы общества в целом. В 2010 году Комитет по банковскому надзору выпустил финальную версию нормативов, по которым 40–60% от общей суммы вознаграждения менеджеров банков должно выплачиваться по прошествии срока от трех до пяти лет, причем не менее 50% вознаграждения должны выплачиваться в виде акций¹⁶. Федеральная корпорация по страхованию вкладов внедрила похожие требования для американских банков¹⁷. В 2013 году Европейский союз установил максимальное соотношение бонусов к фиксированному окладу в один к одному¹⁸. Подобные нормы неизбежно вызывают споры. Кто-то утверждает, что подобные меры стимулируют банки выводить бизнес за пределы ЕС и увеличивают базовую ставку оплаты труда, что снижает гибкость заработной платы и без нужды увеличивает число потерявших работу в периоды спадов, а также сокращает возможности поощрений выдающихся работников. Другие парируют, что таким образом можно умерить чересчур оптимистичную оценку рисков у банков и обеспечить им должный запас прочности.

Но некоторые намерены пойти намного дальше мелких изменений схем оплаты труда. Парламентская комиссия по банковским стандартам Великобритании рекомендует «привлекать к уголовной ответственности... выс-

15. Tarullo, 'Statement', p. 8–10.

16. Simon Wong, 'Some Banks' Pay Reform may Show the Way', *Financial Times*, 13 March 2011, <http://www.ft.com/cms/s/0/57802fa-4c21-11e0-82df-00144feab49a.html>.

17. Federal Deposit Insurance Company, 'Guidance on Sound Incentive Compensation Policies', <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/5000-5350.html>.

18. 'EU Bank Bonus Rules Approved', *Financial Times*, 13 March 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/c5becfo-91ac-11e2-b4c9-00144feabdc0.html?siteedition=uk>.

ших должностных лиц банков, безответственно подходивших к своим обязанностям, в том числе лишать их свободы; по вынесении решения суда следует путем гражданского судопроизводства добиваться от них возврата денежного поощрения, полученного на своем посту»¹⁹. Желание принять столь драконовские меры вызвано широко распространенным убеждением в том, что ряд банков почти не понесли ответственности за последствия своих действий.

Структурная реформа

Четвертый вопрос, на котором сосредоточено внимание регуляторов, — структурная реформа, и в этой области произошло много изменений. В США было введено «правило Волкера», названное в честь своего вдохновителя Пола Волкера — грозы финансовых рынков на посту председателя ФРС в 1979–1987 годах: «Правило практически полностью запрещает банкам заниматься проприетарной торговлей²⁰ или иметь финансовый интерес в хедж-фондах или фондах прямых инвестиций, а также спонсировать их или вступать в какие бы то ни было иные отношения с ними»²¹. Очевидная цель правила — уменьшить конфликт между интересами финансовых компаний и интересами их клиентов, исключив всякое прямое или косвенное использование средств вкладчиков для рискованной торговли компаний в собственных интересах. Трудность заключается в том, чтобы отличить проприетарную торговлю от торговли в качестве брокера, необходимой для поддержания рынка ценных бумаг. Правило было законодательно принято в декабре 2013 года и должно вступить в силу лишь в апреле 2014 года. Поэтому пока рано говорить, насколько

19. Report of the Parliamentary Commission on Banking Standards, *Changing Banking for Good. Volume 1: Summary, and Conclusions and Recommendations*, 12 June 2013, p. 10. <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/joint-select/professional-standards-in-the-banking-industry/news/changing-banking-for-good-report>.

20. Англ. *proprietary trading* — торговля ценными бумагами за счет собственных средств финансовой компании в отличие от доверительного управления средствами клиентов. — Примеч. пер.

21. Tarullo, 'Statement', p. 11.

оно реализуемо и какой эффект оно даст. Независимая банковская комиссия Великобритании (в работе которой я участвовал) пришла к выводу, что правило Волкера расплывчато и не окажет большого действия.

В июне 2010 года новое британское коалиционное правительство учредило Независимую банковскую комиссию, которую возглавил сэр Джон Виккерс из Оксфордского университета, бывший генеральный директор Управления по честной торговле Великобритании. В сентябре 2011 года комиссия рекомендовала выделить розничные операции банков в обособленные юридические лица, отделив их от инвестиционно-банковских²². Проект, сформулированный комиссией, предлагал осуществлять операции с депозитами домохозяйств и мелкого бизнеса в рамках рознично-банковского юридического лица, торговлю ценными бумагами — в рамках инвестиционно-банковского, а операции со счетами крупных корпораций — в любом из двух лиц на выбор. Подобные предложения должны были изолировать внутреннюю систему розничных банков от внешних финансовых шоков, облегчить урегулирование финансовых трудностей банковских групп и четче показать, что правительство не будет страховать торговлю ценными бумагами. В то же время комиссия отказалась от идеи полного разделения операций, ограничившись выделением их в отдельные юридические лица и отметив, что разнообразие видов деятельности внутри банковской группы и диверсификация активов способствуют устойчивости в случае кризиса. Впоследствии британское правительство, опираясь на выводы комиссии, внесло изменения в законодательство, в чем встретило горячую поддержку у парламентской комиссии по банковским стандартам. Закон о банковской реформе, воплотивший эти предложения, был принят в конце 2013 года.

Рекомендации комиссии отражали беспокойство в связи с тем фактом, что в докризисный период совокупные активы банковского сектора Великобритании в пять раз превышали уровень ВВП страны, что во многом объяснялось гигантскими размерами британских глобальных банков. В 2009 году Британия по разме-

22. См.: Independent Commission on Banking, *Final Report*.

ру активов банковского сектора почти догнала США. По стоимости активов относительно размеров экономики Великобритании стоит в одном ряду со Швейцарией и Нидерландами. Распределение видов деятельности по разным юридическим лицам было предпринято, в том числе, затем, чтобы защитить операции банков на внутреннем рынке от любых проблем, возникающих в ходе операций на глобальном уровне²³.

В ответ на публикацию доклада комиссии Виккерса комиссар по внутреннему рынку Еврокомиссии Мишель Барнье распорядился создать высокопоставленную комиссию под председательством Эрки Лииканена, главы Банка Финляндии, чтобы оценить перспективы схожей структурной реформы в банковской системе ЕС²⁴. В октябре 2012 года комиссия выпустила свой доклад. Ее основная рекомендация по структурной реформе звучала следующим образом:

Проприетарную торговлю и другие виды высокорискованной торговли ценными бумагами следует вывести в отдельные юридические лица в тех случаях, когда подобные виды деятельности занимают существенную долю в операциях банка и превышают пороговый уровень. Тем самым удалось бы добиться, чтобы торговые сделки сверх этого уровня осуществлялись бы автономно и отдельно от банка, где сосредоточены средства вкладчиков... Модель универсальных банков, давно существующая в Европе, однако, останется неприкосновенной, поскольку разделенные виды деятельности остаются в рамках одной банковской группы. Поэтому банки и дальше смогут предоставлять своим клиентам широкий набор финансовых услуг²⁵.

Таким образом, рекомендации о структурной реформе, которую предоставила комиссия Лииканена, почти зеркально отражали рекомендации британской комиссии Виккерса: первая предлагала в отдельное лицо вывести

23. Independent Commission on Banking, *Interim Report: Consultation on Reform Options*, April 2011, <http://s3-eu-west-1.amazonaws.com/htcdn/Interim-Report-110411.pdf>, Fig. 2.2.

24. См.: EU Single Market, 'Banking Structural Reform (follow up to the Liikanen report)', http://ec.europa.eu/internal_market/bank/structural-reform/index_en.htm.

25. Erkki Liikanen, 'The Case for Structural Reforms of Banking after the Crisis', Brussels, 2 October 2012, http://www.suomenpankki.fi/en/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/Pages/puhe_el_hleg.aspx.

торговлю ценными бумагами, а вторая — вывести различные банковские операции. В обоих случаях стандартная инвестиционно-банковская деятельность — слияния и поглощения, первичное размещение ценных бумаг и корпоративно-финансовые операции — изолировалась от остальных операций. Нужно добавить, что комиссия Лииканена очень мягко определила критерии, в соответствии с которыми следовало выделять те или иные направления деятельности в отдельное лицо. Предлагался следующий обязательный, хотя и не исчерпывающий критерий: выделять операции в изолированное лицо в том случае, если торгуемые активы банка составляют от 15 до 25% от общей суммы активов, либо если стоимость этих бумаг составляет не менее 100 млрд евро²⁶. На момент написания книги, в начале 2014 года, было еще неясно, какой толк выйдет из этих предложений. Главные европейские страны, в особенности Франция и Германия, крепко держатся за универсальную модель банков. К тому же неясно, как предлагаемые реформы, вступив в силу, будут сочетаться со структурными реформами в Великобритании, которые в основном следуют предложениям комиссии Виккерса.

Реформа регулирующих институтов

Пятая и последняя важная область — институциональные реформы. В 2010 году в США был принят закон Додда — Франка, в соответствии с которым был учрежден Совет по надзору за финансовой стабильностью. В Великобритании правительство перекроило всю институциональную структуру, упразднив Управление по финансовому регулированию и надзору, созданное в 1997 году Гордоном Брауном, на которого возложили всю вину за кризис, а функцию пруденциального регулирования целиком передали Банку Англии. В ходе перестройки прежней системы правительство создало внутри Банка Англии комитет по финансовой политике, который тоже должен был заняться надзором за стабильностью

26. High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, chaired by Erkki Liikanen, *Final Report*, Brussels, 2 October 2012, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.

финансовой системы. Наконец, кризис в еврозоне также спровоцировал масштабный передел сфер ответственности: функция надзора отошла к Европейской комиссии по системным рискам в составе Европейского центрального банка. Во всех названных случаях полномочия центральных банков были расширены, хотя это наименее очевидно в США, где ФРС осталась в стороне от надзора за банковской системой. Но учитывая институциональные возможности ФРС и высочайшую квалификацию ее специалистов, именно ФРС, скорее всего, будет задавать тон в Совете по надзору за финансовой стабильностью.

Сизифов труд

Короче говоря, кризис пробудил жгучую страсть к реформам. К сожалению, новый режим регулирования необычайно запутан и требует гигантских затрат труда. В своей блистательной статье Эндрю Хэлдейн и Василеос Мадурос из Банка Англии перечисляют многочисленные препятствия для его успешной работы. Среди прочего они указывают на колоссальный объем необходимой законотворческой работы:

Сравним реакцию, которую вызывали у законодателей в США два главных финансовых кризиса последних ста лет — Великая депрессия и Великая рецессия. В законодательной области самым главным последствием Великой депрессии было принятие в 1933 году закона Гласса — Стигала. Пожалуй, ни один другой документ финансового законодательства не оказал в XX веке столь значимого влияния. А между тем в нем было всего 37 страниц.

Если же посмотреть на закон Додда — Франка 2010 года, высшее достижение законодательной мысли в ответ на недавний кризис, то разница громадная. Текст закона занимает 848 страниц — он в двадцать раз толще закона Гласса — Стигала. Но это только начало. Чтобы закон Додда — Франка можно было внедрить, требуется еще порядка 400 подробных документов от многочисленных регулирующих органов.

К июлю сего года, через два года после принятия закона Додда — Франка, была согласована лишь треть необходимых документов. В результате папка с нормами регулирования потолстела еще на 8843 страницы. Такими темпами,

когда законотворчество закончится, закон Додда — Франка будет включать 30 тыс. страниц нормативных документов. То есть будет примерно в тысячу раз больше, чем его старший брат — закон Гласса — Стигала. По сравнению с законом Додда — Франка закон Гласса — Стигала не более чем покашливание перед началом долгой речи.

В Европе ситуация, в сущности, та же, хотя и отличается мелкими деталями. Со времени кризиса европейские регуляторы инициировали или пересмотрели дюжину нормативных документов, регламентирующих достаточность капитала, антикризисное управление, страхование депозитов, торговлю «в короткую», рыночные злоупотребления, деятельность инвестиционных фондов, альтернативные формы инвестирования, венчурный капитал, внебиржевые деривативы, рынки финансовых инструментов, страхование, систему аудита и кредитные рейтинги.

Все они находятся на разных этапах завершения. На данный момент они занимают больше 2 тыс. страниц. Когда базовое законодательство будет детализировано в дополнительных документах, объем текста вырастет в разы. К примеру, если в Европе уровень нормотворчества будет соответствовать США, то объем документов превысит 60 тыс. страниц. На его фоне уже закон Додда — Франка будет выглядеть как легкая разминка²⁷.

Циникам вспомнится цитата из романа Джузеппе Томази ди Лампедуза «Леопард»: «Раз мы хотим, чтоб все осталось как есть, нужно, чтобы все изменилось»²⁸. Они придут к выводу, что это маниакальное законосочинительство лишь затушевывает истинные намерения, а именно — оставить систему, существовавшую до кризиса, как есть. Эта система по-прежнему будет глобальной, она будет строиться на взаимодействии гигантских финансовых институтов и свободных рынков капитала, уровень финансового рычага останется высоким, а главным источником прибыли по-прежнему будет заимствование на короткий срок с низким риском и вложение на долгий срок с высоким. Однако новый подход регуляторов к надзору и новые нормы отражают еще одно, не менее важное обстоятельство — исчезновение доверия между

27. Andrew G. Haldane and Vasileios Madouros, 'The Dog and the Frisbee', <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech596.pdf>, p. 10–11.

28. *Цит. по:* Джузеппе Томази ди Лампедуза, *Леопард* (Москва: Издательство иностранной литературы, 1961). — *Примеч. пер.*

властями и финансовым сектором. Это неудивительно, принимая во внимание огромные издержки кризиса. И тем не менее власти по большей части хотят сохранить систему, к которой не испытывают доверия. Вот почему новый режим регулирования столь запутан и до безумия директивен, хотя отчасти это отражает сложность самого современного финансового сектора и усилий лоббистов.

Остается вопрос: совместима ли столь запутанная система регулирования с устойчивым и в то же время динамичным финансовым сектором? Ведь, в сущности, нам нужна финансовая система, которая бы справлялась с неизбежными внешними шоками и вместе с тем не порождала бы их сама. Способны ли эти реформы построить такую систему? Короткий ответ: нет. Невообразимая сложность структуры регулирования практически исключает ее эффективную работу. Ни один руководитель банка не может выучить и понять всех правил, которым он должен подчиняться. Да и сами регулирующие органы на это не способны. Финансовые учреждения неизбежно увязнут в этой тине регулирующих норм и будут нарушать их даже в отсутствие злого умысла. Кроме того, неопределенность станет повсеместной. А она крайне вредна.

Чтобы осветить другие аспекты проблемы, помимо запутанности регулирования и неопределенности, в этой главе мы осветим две темы первостепенной важности — регулирование достаточности капитала и макропруденциальное регулирование. Но сначала мы выслушаем тех, кто отстаивает более радикальные реформы.

Почему нужны радикальные реформы²⁹

Есть одна простая и весомая причина, почему, несмотря на все реформы регулирования, система обречена на постоянные сбои: ее устройство таково, что иного и не дано. Как показано в главах 4 и 6, хрупкость как ка-

29. В данном разделе я опираюсь на блестящую статью: Charles A. E. Goodhart, 'The Optimal Financial Structure', Special Paper 20, LSE Financial Markets Group Paper Series, March 2013, <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP220.pdf>.

чество внутренне присуща финансовому сектору. Финансовая система принимает на себя обязательства, которые при определенных обстоятельствах заведомо не сможет выполнить. И все потому, что для финансирования долгосрочных, высокорискованных и часто неликвидных активов используются краткосрочные, безопасные и высоколиквидные пассивы. Люди, предоставляющие эти средства, рассматривают свои вклады и иные формы займов финансовым институтам как заменитель денег или нечто очень близкое к нему. Однако активы, которые люди одолжили финансовым учреждениям, вовсе не похожи на деньги, поскольку подвержены существенным рискам банкротства и ликвидности. Когда настанут тяжелые времена, владельцы средств запаникуют: всегда разумней будет попытаться первым выбежать из горящего театра, даже если пожарная тревога окажется ложной. Изымая свои средства, владельцы фондов воплощают свои страхи в реальность. Активы на балансах финансовых учреждений начинают продаваться по бросовым ценам, превращая нехватку ликвидности в неплатежеспособность. Например, на рис. 28 видно, что субстандартные ипотечные бумаги с рейтингом AAA потеряли к февралю 2009 года две пятых первоначальной стоимости, разорив всякое предприятие, имевшее большой кредитный рычаг и державшее эти, казалось бы, безопасные бумаги в больших количествах.

Сделка с финансовым сектором подобна сделке с дьяволом. Некоторые (например, представители австрийской школы и авторы «Чикагского плана», о которых речь шла в главе 6) требуют подойти к проблеме кардинально: упразднить финансовый сектор. Они предлагают законодательно запретить финансирование долгосрочных инвестиций с использованием краткосрочных средств, включая традиционную банковскую систему. Нужно заменить ее банками со 100-процентным резервированием, просто неспособными обанкротиться, и использовать резкий рост спроса коммерческих банков на резервы центрального банка для целей финансирования правительства.

Вот что думает о подобных проектах Чарльз Гудхард из Лондонской школы экономики, старейшина всех британских финансовых аналитиков:

Проблема подобных предложений в том, что они идут наперекор выявленным предпочтениям сберегателей, желающих получить одновременно ликвидный и надежный финансовый продукт, и заемщиков, желающих получить ссуду с твердо установленной датой выплаты в будущем. Одна из главных задач финансовых учреждений состоит в том, чтобы выступать посредниками между желаниями кредиторов и заемщиков, то есть создавать несоответствия в сроках погашения. *Наказывать эту деятельность как преступление — драконовская мера* [выделено мной. — М. В.]³⁰.

Мы миримся с существованием множества небезопасных объектов. Возьмем, например, автомобиль или самолет. Их использование регулируется, но не запрещено, поскольку их выгоды превышают издержки. Как я отмечал в главе 6, именно так смотрел на банковское дело и денежные рынки проницательный и деловитый Уолтер Бэджот. И все же финансовый сектор выделяется среди других объектов и сфер рискованной деятельности двумя важными чертами: во-первых, он создает значительные «негативные экстерналии», то есть проявленная кем-то одним безответственность может привести к общей панике и кризису; во-вторых, финансовые кризисы наносят огромный экономический и социальный ущерб. Например, в Великобритании потери бюджета от финансового кризиса оказались четвертыми по масштабу за последние два столетия, уступив только наполеоновским войнам и Первой и Второй мировым войнам. Если исходить из докризисного тренда роста ВВП, то издержки кризиса составили, по самым скромным оценкам, почти шесть величин годового ВВП. В Ирландии кризис привел к росту чистого государственного долга почти на 100% ВВП. Профессор Гудхард прав, когда говорит, что люди хотят иметь финансовую систему, которая превращает краткосрочные средства в долгосрочные, тем более если она превращает безрисковые активы в рискованные. Но нужно спросить: какой ценой это делается?

Всякая попытка осуществить «Чикагский план» в оригинале или в обновленной версии Котликоффа будет

30. Charles A. E. Goodhart, 'The Optimal Financial Structure', Special Paper 20, LSE Financial Markets Group Paper Series, March 2013, p. 5.

воспринята в штыки³¹. То же касается и планов замесить традиционную банковскую систему государственной эмиссией денег³². Разумеется, мало кто хочет брать на себя риск столь неоднозначной и трудоемкой реформы. Менеджеры банков сумели отбиться от «Чикагского плана» даже в разгар депрессии 1930-х годов. Сегодня обороняться им будет гораздо проще, поскольку падение, к счастью, оказалось не столь глубоким.

Однако на пути к «Чикагскому плану» есть промежуточная станция. На ней предлагают остановиться те, кто считает, что для вкладов до востребования или хотя бы только для застрахованных вкладов нужно создать надежное и высоколиквидное обеспечение в виде резервов центрального банка или краткосрочных государственных бумаг. В этом состоит концепция «узкой банковской системы». Такого рода «узкий» банк может быть как отдельным институтом, так и частью более крупного института. «Узкая банковская система» имеет недостаток, которого лишены «Чикагский план» и концепция специализированных банков: хрупкость, устраненная в одном месте, непременно возникнет в другом, как это произошло с теньевыми банками. ФРС не собиралась вмешиваться в деятельность фондов денежного рынка или рынков межбанковского кредита, хотя последние и стали местом, куда переместились основные несоответствия в сроках погашения и рискованности. Таким образом, чтобы «узкая банковская система» заработала, нужно, как предлагают сторонники более радикальной реформы, исключить появление хрупких участков в любой части финансовой системы (особенно там, где их не было) — например, обязать оформлять все прочие финансовые операции как сделки с обязательной конвертацией в акции или гарантировать, что центральный банк и правительство ни в коем случае не будут оказывать остальной финансовой системе какую-либо по-

31. См.: Jaromir Benes and Michael Kumhof, 'The Chicago Plan Revisited', WP/12/202, International Monetary Fund, August 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>, и Laurence Kotlikoff, *Jimmy Stewart is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010).

32. См., к примеру: James Robertson, *Future Money: Breakdown or Breakthrough?* (Devon: Green Books, 2012).

мощь. Но подобное обещание, как изящно выражаются экономисты, включает в себе «временное несоответствие». Если бы кто-нибудь спросил у ФРС, станет ли она спасать компанию *AIG*, теневого поставщика теневого капитала для теневой банковской системы, то регулятор, разумеется, ответил бы «нет». Но так было бы до сентября 2008 года, после чего мир вдруг стал совершенно другим.

Было бы очень любопытно посмотреть, к чему приведет «Чикагский план» или «специализированная банковская система» Котликоффа на практике. Даже опыт с «узкими» банками был бы очень полезен. Однако трудности, сопряженные с такого рода переходом, громадны. Итак, обратимся сначала к менее радикальным вариантам укрепить систему, оставив ее приблизительно в прежнем виде. Для этого начнем с акционерного капитала — единственной формы финансирования, способной к безусловно полному поглощению убытков.

Главное — решить проблему капитала³³

Банк может привлекать ресурсы двумя путями — из собственного капитала и заимствуя. Многие вкладчики верят, что средства, которые они поместили в банк, по-прежнему принадлежат им. На самом деле они составляют часть долга банка. Конечно, вернуть эту часть долга политически важно. Именно поэтому было введено страхование всех депозитов. В системе всеобщего избирательного права немыслима сама идея допустить банковский дефолт по мелким вкладам. Когда в 2008 году банки Исландии оказались в крайне тяжелой ситуации, правительство объявило дефолт по внешним обязательствам, поскольку совокупные активы банков оказались в одиннадцать раз больше ВВП страны и не могли быть полностью защищены, но защитило вклады граждан³⁴.

33. В данном разделе мои доводы во многом основаны на: Anat Admati and Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013).

34. См.: '2008–11 Icelandic Financial Crisis', http://en.wikipedia.org/wiki/2008%E2%80%9911_Icelandic_financial_crisis. Объявление дефолта Исландией сильно осложнило ее отношения с властями Нидерландов и Велико-

В других странах в самые острые моменты кризиса правительства предоставили банкам широкие гарантии, которые покрывали не только застрахованные депозиты, но и практически все обязательства банков, де-факто превращая их в государственный долг. В некоторых случаях, пытаясь гарантировать долги банков, правительство поставило под угрозу собственную кредитоспособность. Пример крайности в подобных не вполне благоразумных действиях показала Ирландия. Чтобы выплатить долги банков кредиторам, ирландское правительство потратило сумму, равную почти трети ВВП.

Модель ведения банковского бизнеса

Циник сказал бы, что сама бизнес-модель банков предполагает побочный эффект в виде создания огромного по объему явного и неявного государственного долга — в случае Великобритании он составил почти пять ВВП. Вот почему банкиров можно рассматривать как обычных государственных служащих, только с огромными зарплатами. Но создание неявного госдолга — это еще не все прелести банковского бизнеса. Банки стараются решить еще одну задачу, тесно связанную с первой, — свести к минимуму акционерный капитал в качестве источника финансирования. Как только эта задача решена, можно с легкостью установить высокий целевой уровень рентабельности акционерного капитала без учета риска. До кризиса он часто составлял 15% или еще больше. Именно этот целевой уровень принимался как критерий для выплаты работникам банков щедрых бонусов.

В нефинансовом бизнесе никто не считает попытку повысить доходность акционерного капитала за счет увеличения отношения долга к капиталу (то есть повышая кредитное плечо) разумной стратегией по увеличению акционерной стоимости. Это будет спекулятивная стратегия с нулевой суммой. Как утверждает одна из основных финансовых теорем, известная как теорема Модильяни — Миллера (в честь Франко Модилья-

британии, где проживало большинство из оставшихся ни с чем иностранных кредиторов.

ни и Мертона Миллера, лауреатов Нобелевской премии по экономике), способ финансирования компании не влияет на величину ее стоимости, за исключением возможных налоговых льгот при использовании рычага³⁵. Способ финансирования всего-навсего определяет, как будет распределен риск между инвесторами. Более того, поскольку банкротство обычно приводит к разрушительным последствиям, а значительный рычаг увеличивает вероятность банкротства, компании стараются этого избежать. Если бы компания *British Petroleum* имела такой же рычаг, как какой-нибудь банк, катастрофа в Мексиканском заливе 2010 года сделала бы ее банкротом.

Чем выше рычаг, тем выше риски заимствования, а значит, тем выше их стоимость. С ростом рычага ожидаемая доходность по акциям растет, но становится более волатильной. Инвесторы, приобретающие акции компаний с рискованной моделью финансирования, отдают предпочтение сочетанию более высокой доходности и более высокого риска. Когда банки рассказывают, что их инвесторы хотят более высокой ожидаемой доходности, они, наверное, правы. Однако внутри инвесторов действует принцип самоотбора. Люди, которые предпочитают получить доходность в 8% с низкой волатильностью, не станут покупать акции банков. Когда банки объявили своим акционерам, что рассчитывают на прибыль в 15% на одну акцию, они тем самым дали понять, что намерены заняться чем-то рискованным. Как мы теперь знаем, они давали правдивый сигнал.

Но существует одно обстоятельство, которое заставляет акционеров приветствовать повышение рычага даже в отсутствие государственных гарантий, — это чрезмерный долговой навес. Профессора Анат Адман-ти из Стэнфордского университета и Мартин Хеллвиг из Института исследований коллективных благ при Обществе Макса Планка, авторы влиятельной монографии об угрозах банковского рычага, приводят пример женщины по имени Кейт, которая взяла у банка 270 тыс. долларов на покупку дома стоимостью в 300 тыс. долларов. Предположим, что потом она получила 50 тыс. дол-

35. См.: http://en.wikipedia.org/wiki/Modigliani%E2%80%93Miller_theorem.

ларов в наследство и решила направить их на выплату долга. Она остается должна еще 220 тыс. долларов. Теперь кредитор сможет полностью покрыть свои потери, даже если стоимость дома упадет на 80 тыс. долларов, тогда как вначале стартовый взнос Кейт страховал банк лишь на 30 тыс. долларов. Но какие выгоды получает Кейт, внося дополнительные 50 тыс. долларов в оплату дома? Она не приобретает ничего — разве что снижение ставки. Если же ставка не снизится, то у Кейт нет никакой мотивации выплачивать долг, потому что все выгоды от этого уйдут кредитору, а не ей. Если она найдет, куда вложить деньги под более высокий нетто-процент, чем можно получить от снижения стоимости ипотеки, туда она их и направит. Если стоимость ее дома вырастет, Кейт скорее даже захочет взять вторую ипотеку, чтобы ограничить свои потенциальные убытки³⁶.

Теперь возьмем хотя и крайний, но все же правдоподобный сценарий действий домовладельца и банка. Предположим, что жилье Кейт подешевело до 150 тыс. долларов. Величина ее капитала тогда снизится с 30 тыс. долларов до минус 120 тыс. долларов. Если она решит внести свое наследство в уплату ипотеки, ее долг все равно на 70 тыс. превысит чистую стоимость жилья. Если предположить, что это заем без права регресса (то есть кредитор не может наложить взыскание на ее активы или доход в размере выше чистой стоимости жилья), то единственная сторона, выигрывающая от уплаты 50 тыс. долларов, — это кредитор, снижающий, таким образом, свои убытки. Кейт не получает от этого ничего. С точки зрения Кейт, разумней вложить 50 тыс. в какое-нибудь рискованное предприятие. Если инвестиции принесут прибыль, деньги останутся при ней. Если нет, ситуация для нее будет не хуже, чем если бы она отдала деньги банку, поскольку только банк выиграл бы от этого. Для нее, в конечном счете, неважно, потеряет кредитор 120 тыс. или 70 тыс. долларов. Ее потери все равно не превышают 30 тыс. долларов, которые она первоначально вложила. И Кейт предпочтет отыграться, сделав новую ставку. Так, вероятно, поступил бы всякий домовладелец с отрицательным капиталом.

36. Admati and Hellwig, *The Bankers' New Clothes*, p. 44–45.

То же относится к банкам. В периоды процветания их акционерный капитал близок к нулю, при этом их акционеры надежно защищены институтом ограниченной ответственности: иными словами, любой кредит банку (и любой другой компании) не дает права регресса. Если собственный капитал банка уходит в минус, что часто случается при их уровнях рычага, акционеры ничего не теряют, потому что все убытки ложатся на кредиторов или правительство. Поэтому разумно было бы попытаться отыграться или сыграть ва-банк. Для этого достаточно взять заем по еще более высокой ставке и перейти к более рискованной торговой стратегии.

Но банки пользуются еще одной привилегией — у них есть явные и неявные гарантии от государства (как и у некоторых категорий домовладельцев). Это значит, что никаких выгод от дополнительного вливания капитала со стороны акционеров не получают не только сами акционеры — это мы уже выяснили, — но и кредиторы. Единственная группа, которая выигрывает от увеличения собственного капитала банков, — это налогоплательщики и прочие посторонние лица. Таким образом, повышать капитализацию банков выгодно только лицам, не вовлеченным в банковскую систему непосредственно, так как для них снижается риск всеобщей паники и тяжелых рецессий. Поэтому можно задаться вопросом: какова, с точки зрения акционеров, оптимальная величина собственного капитала? Ответ: чем меньше, тем лучше. В преддверии кризиса собственный капитал находился на невероятно низких уровнях: незадолго до начала кризиса медианный уровень рычага (отношение долга к собственному капиталу) у британских банков, то есть значение показателя в *середине* распределения, а не на его концах, составляло 50:1³⁷. Иными словами, медианный собственный капитал (собственный капитал в середине распределения) равнялся 2% активов. Это означает, что при падении стоимости активов на 2% начались бы банкротства.

Если резюмировать, то вот современная модель банковского бизнеса: используйте как можно больше займов, явно или неявно гарантированных государством;

37. Independent Commission on Banking, *Interim Report*, Fig. 2.1, p. 18.

применяйте как можно меньше собственного капитала; инвестируйте в высокорискованные активы; обещавайте большую доходность по акциям и не учитывайте в ней риск; привяжите бонусы менеджеров к достижению этой краткосрочной цели по доходности; если грянет катастрофа, не возвращайте эти бонусы акционерам; и обогащайтесь на здоровье. Для банкиров вести бизнес по такой модели — одно удовольствие. Но как насчет остальных? Статистика показывает, что дела у верхушки банковского сектора шли превосходно. Но даже акционеры оказались в куда меньшем плюсе. Остальных же постигло настоящее бедствие³⁸.

Выход кажется очевидным: нужно добиться, чтобы банки сами себя финансировали, используя гораздо больше собственного капитала, чем сейчас. Хрупкая бизнес-модель, основанная на значительных несоответствиях по уровню риска и срокам погашения платежей (долгосрочные и рискованные активы финансируются путем краткосрочных и номинально безрисковых обязательств), нуждается в подушке безопасности для поглощения убытков, особенно если ее крах способен спровоцировать глобальный экономический кризис. Большой объем собственного капитала защитит кредиторов, снизит долговую нагрузку и лишит акционеров стимулов к рискованному поведению. Тогда легче будет поверить, что правительство сдержит свое слово и не будет поддерживать кредиторов, поскольку крах одного института не потянет за собой многие другие.

Аргументы в пользу повышения нормативов капитала

Так каким должен быть норматив капитала? Ясно, что гораздо выше тех 3%, о которых говорили в Базеле. Как можно всерьез допустить, чтобы столь важные для экономики финансовые учреждения, крах которых принесет огромные убытки, не имели сколько-нибудь надежной защиты в виде запаса собственного капита-

38. См.: Andrew G. Haldane, 'Control Rights (and Wrongs)', Wincott Annual Memorial Lecture, 24 October 2011, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech525.pdf>.

ла? Достаточно снижения стоимости их активов на 3%, и они обанкротятся. Задолго до этого момента банк лишится возможности занимать средства на рынке, а значит, перестанет действовать допущение о непрерывности его деятельности³⁹. Пусть каждый, кто хочет понять, почему такой тонкой прослойки собственного капитала недостаточно, просто взглянет на статистику прибылей финансового сектора США в период кризиса 2007–2008 годов. Банковская система должна быть готова к огромным убыткам, ведь ее развитие носит ярко выраженный циклический характер. К тому же следует иметь в виду, что, если бы государство не вмешалось, их потери были бы гораздо выше, ибо финансовые учреждения стали бы рушиться одно за другим, как кегли при попадании в них шара (см. рис. 38).

Дэвид Майлз, член комитета по денежной политике Банка Англии, написал в соавторстве важную статью по этой теме, где рекомендуется поддерживать уровень банковского капитала не менее 20% от взвешенных по риску активов⁴⁰. В своем превосходном анализе они опираются на реальные данные о колебаниях ВВП для большого числа стран за последние два столетия, а также делают допущение, что взвешенные по риску активы меняются пропорционально изменениям ВВП. Также в статье дается оценка приведенной стоимости экономических издержек финансового кризиса, который обычно следует за крупным негативным шоком для экономики. Оказалось, что она достигает 140% от ВВП. Осуществив анализ выгод и издержек, они приходят к выводу, что рычаг должен составлять от половины до трети того уровня, который предлагается в настоящее время, и, как следствие, отношение обыкновенного акционерного капитала банков к их активам не должно превышать 10%. Однако необходимый уровень собствен-

39. Допущение о непрерывности деятельности — одно из основных допущений бухгалтерского учета. Оно означает, что предприятие не готовится к банкротству и будет продолжать свою деятельность. — *Примеч. пер.*

40. См.: David Miles, Jing Yang and Gilberto Marcheggiano, 'Optimal Bank Capital', External MPC Unit, Discussion Paper No. 31: revised and expanded version, April 2011, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=DA5FA4A3231E2B8A6263D1A4035C469A?-doi=10.1.1.193.8030&rep=rep1&type=pdf>.

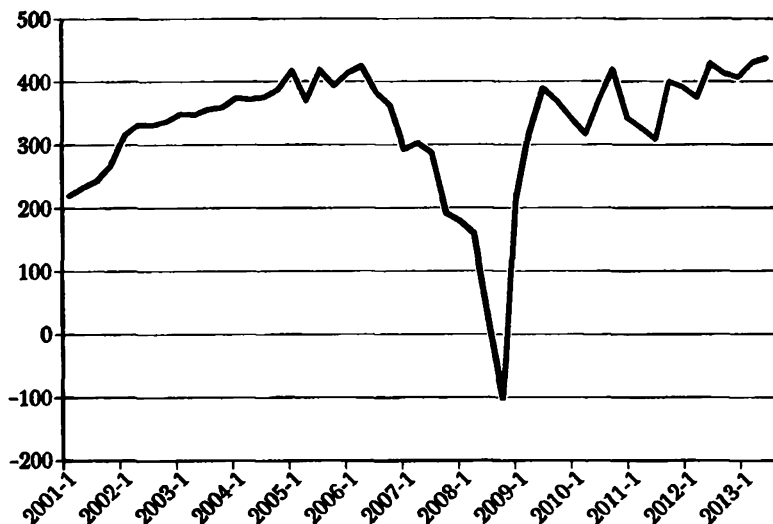


РИС. 38. Реальная прибыль в финансовом секторе США (млрд долл. США, сектор банковских услуг и страхования, скорректирован с помощью дефлятора ВВП, 2009=100)

Источник: Bureau of Economic Analysis.

ного капитала вполне может быть еще выше. Это зависит от вероятности еще более крупного шока и выгод, которые можно получить, обезопасив от них банковскую систему. В статье даже утверждается, что при определенных, вполне правдоподобных допущениях правильным будет установить уровень собственного капитала в размере 45% от взвешенных по риску активов (более 20% обыкновенного акционерного капитала по отношению к активам). Адманти и Хеллвиг в своей книге предлагают поддерживать 30% базового капитала по отношению к активам.

В таких вопросах точные оценки невозможны. Например, никто не может точно предсказать, какие убытки понесут банки при очередном кризисе. Но стоит подчеркнуть, что недавние потери банковских систем в странах с высоким доходом были относительно небольшими и все же привели к серии разрушительной силы кризисов. В будущем кризисы могут оказаться сильнее. Никто не знает, насколько увеличение нормативов собственного капитала повредит экономическому

развитию и повредит ли вообще, хотя банковские лоббисты заявляют, что серьезное ужесточение нормативов погубит экономику. Они сильно преувеличивают. В конце концов, банки по большей части не финансируют новые деловые предприятия, а приобретают уже существующие активы. Экономическая ценность подобных операций сомнительна. Более того, можно предположить, что в случае сжатия традиционного высокорискованного банкинга рынок найдет альтернативные пути финансирования инвестиционных возможностей. Наконец, выбор желаемой степени безопасности — это вопрос ценностей. Общество должно само определить приемлемую для него степень риска. В том числе ему придется решить, какой риск оно готово допустить в банковской системе, а он зависит от размера банковского сектора относительно остальной экономики и состояния государственного бюджета.

В общем можно принять уровень рычага 10 : 1 как разумный максимум, и, соответственно, отношение обыкновенного акционерного капитала к не взвешенным по риску активам не должно опускаться ниже 10%. Кроме того, крайне важно не переоценивать качество наших методик оценки рисков. В 2006 году Эндрю Хэлдейн и Василеос Мадурос проанализировали около сотни эпизодов крушения банков из числа самых крупных и сложно устроенных и пришли к следующему выводу: «обычная математическая методика оценки достаточности капитала без учета риска, по всей видимости, лучше позволяет предсказать кризис, чем взвешивание его по риску»⁴¹. «Чем проще, тем лучше!» — это правило полезно не только в повседневной жизни, но и при регулировании экономики. Есть еще одна причина, почему важно все риски брать с единым весом, а не использовать сложную процедуру взвешивания: в последнем случае сверхкрупные банки приобретают конкурентное преимущество благодаря способности манипулировать сложными моделями оценки. Поэтому пока лучше всего ограничиться простым критерием доли заемных средств в капитале, а затем ввести дополнительные нормативы для крупных банков, крах которых нанесет наибольший

41. Haldane and Madouros, 'The Dog and the Frisbee', p. 13.

урон. Взвешивание по риску активов может играть вспомогательную роль. Тогда мы получим систему двойной защиты: во-первых, жесткий норматив по доле заемных средств, а во-вторых — отношение капитала к взвешенным по риску активам в качестве подстраховки.

Нет сомнений, что существенное увеличение капитализации банков (оцененной по рыночной, а не по балансовой стоимости) упрочит банковскую систему. В равной степени не подлежит сомнению, что финансовые кризисы обходятся нам чрезвычайно дорого. Также несомненно, что банки не несут расходов по возмещению этих издержек. К тому же, разве стали бы банки охотно кредитовать корпоративных и частных заемщиков с 3-процентным отношением капитала к активам? Едва ли. Так почему же правительство должно позволять столь значимым учреждениям, как банки, вести деятельность, имея столь незначительную «подушку безопасности»? Доводов в пользу повышения требований к уровню собственных средств более чем достаточно. Еще одно немалое достоинство этой меры — ее нетрудно реализовать на практике, особенно если регулирующие органы станут ориентироваться на показатель обыкновенного акционерного капитала по рыночной стоимости, без взвешивания активов по риску.

Возражения против ужесточения нормативов капитала

Требование ужесточить требования к величине собственного капитала вызывает споры. В этом нет ничего удивительного, ведь эта мера лишит банки очень прибыльной модели ведения бизнеса, когда все убытки достаются государству. Итак, какие возражения выдвигаются? Можно перечислить семь основных.

Во-первых, утверждается, что, если увеличить нормативы капитала, «банки понесут убытки, поскольку будут оставлять деньги на счетах, не направляя их в инвестиции и не получая прибыль»⁴². Это удивительно распространённое заблуждение. Когда делают подобные

42. 'Inching Towards World-Wide Accord on Bank Rules', *Wall Street Journal*, 30 August 2010.

заявления, смешивают ликвидные активы (такие как государственные облигации), которые и впрямь находятся на балансе у банков, с собственным капиталом, который просто является источником финансирования активов и имеет то несомненное преимущество, что на него всегда можно списать убытки. Иными словами, смешивается фундаментальное различие между двумя сторонами баланса банка — активами, то есть тем, чем владеет банк, и его пассивами, то есть источниками финансирования его активов. Собственный капитал относится к пассивам — это источник средств для банка, а не актив (объект инвестиций), принадлежащий банку. Активом собственный капитал выступает лишь для акционеров.

Во-вторых, как я уже отмечал, некоторые утверждают, что поддерживать более высокий собственный капитал дорого для банков. Это возражение, хотя и непротиворечиво, все равно ошибочно. Обобщая, можно сказать, что банки ничего не потеряют, кроме выгод, получаемых от сокращения налоговых вычетов по процентным платежам (но общество от этого не потеряет), и государственных гарантий по своим долгам (от этого общество выиграет). С другой стороны, удорожание фондирования для банков из-за снижения кредитного плеча должно с лихвой компенсироваться благодаря снижению ожидаемой доходности собственного капитала (в силу падения волатильности доходности) и снижению стоимости заимствования (в силу меньшей рискованности банковских обязательств). Опираясь на результаты эмпирического исследования, профессор Майлз и соавторы заключают, что если в британской банковской системе рычаг (то есть соотношение активов и капитала первого уровня, куда входят обыкновенные акции, нераспределенная прибыль и привилегированные акции) уменьшится с 30:1 до 15:1, то средневзвешенная стоимость капитала увеличится всего на восемнадцать процентных пунктов (0,18%)⁴³. Конечно, такой уровень рычага по-прежнему будет слишком высоким. Но даже снижение до 10:1 или ниже не вызовет запретительно высокого роста стоимости фондирования. Разумеется, доходность по акциям снизится. Но это именно

43. Miles et al., 'Optimal Bank Capital', p. 18.

то, что нужно: снижение будет означать, что банки стали более защищенными. Если норматив капитала увеличится, в накладе останутся только банкиры, которые больше не смогут наживаться на беззастенчивом надувательстве акционеров, падких на обещания получить высокую доходность по акциям.

В-третьих, некоторые возражают, что усиление требований к банковскому капиталу повредит остальной экономике. Как заявляет Фрэнк Китинг, глава Американской ассоциации банкиров в цитате, предваряющей эту главу, «за собственный капитал нужно платить — и банки, и экономика в целом имеют меньше кредитов, чем могли бы, поскольку банковские учреждения упираются в тесные нормативы достаточности капитала».

Банкиры часто говорят, что снижение общего объема кредитования в экономике повредит деловой активности. Однако главный получатель банковских кредитов — не фирмы, а другие финансовые компании и домохозяйства⁴⁴. Например, в Великобритании в августе 2013 года 34% кредитов к погашению, выданных банками, приходилось на иные финансовые компании, 43% — на кредиты индивидам под залог недвижимости, 4% — на иные кредиты индивидам, 10% — на сферу недвижимости и строительство, а оставшиеся 9% — на иные категории заемщиков, в том числе фирмы нефинансового сектора (помимо отраслей недвижимости и строительства).

Банки могли бы направить свои средства на финансирование бизнеса, если бы захотели (или сочли прибыльным). Такой исход тоже стоит приветствовать. Масштаб кредитования банками иных финансовых учреждений свидетельствует о сложной системе взаимных связей между банками, существование которой заметно усугубило панику в 2008–2009 годах. Большинство кредитов домохозяйствам и значительная часть кредитов бизнесу лишь увеличивают долговой навес над существующими активами, тем самым подрывая устойчивость при по меньшей мере сомнительных экономических выгодах. Выгоды от дальнейшего расширения ипотечного кредитования скорее социальные, чем экономические:

44. См.: Independent Commission on Banking, *Final Report*, Figure 3-4, p. 51.

такой кредит расширяет ряды домовладельцев, но взваливает тяжелую долговую ношу на плечи молодых домохозяйств. Более того, как показывают недавние исследования, особенно исследования Банка международных расчетов, рост финансового сектора на определенном этапе начинает мешать росту производительности⁴⁵. Многие страны с высоким доходом уже переступили эту границу.

Алан Гринспен озвучил то же возражение в несколько более замысловатой форме: «Увеличение собственного капитала сверх необходимого уровня означает, что часть средств станет недоступна для финансирования капиталовложений, повышающих производительность»⁴⁶. Иными словами, поскольку акционерный капитал — это ограниченный ресурс, его не нужно тратить на пустяки вроде повышения надежности банков.

Довод Гринспена довольно странен. Следует еще раз напомнить, что акционерный капитал — это не какие-то средства, лежащие без дела, а один из видов пассивов банков; такой же источник финансирования активов, только более безопасный и не столь чреватый кризисами, чем долговые обязательства. К тому же, если банки будут использовать больше собственного капитала, повысится кредитный рычаг нефинансовых предприятий (у которых он сегодня меньше), поскольку акционерный капитал переместится к банкам. Это лучше защитит экономику в целом от внезапного массового банкротства в финансовом секторе и при этом не уменьшит совокупного богатства. В конце концов, сам Алан Гринспен замечал: «Если сложить весь запас капитала нации, то он должен равняться сумме акционерного капитала, принадлежащего домохозяйствам, фирмам и правительству с поправкой на международную инвестиционную нетто-позицию нации». Чистый долг нации равен нулю, если отвлечься от требований к иностранцам и встречных обязательств с их стороны. Когда акционерный ка-

45. См.: Stephen G. Cecchetti and Enisse Kharroubi, 'Reassessing the Impact of Finance on Growth', BIS Working Papers No. 381, July 2012, <http://www.bis.org/publ/work381.pdf>.

46. Alan Greenspan, 'Regulators Must Risk More, and Intervene Less', The A-List, ft.com, 26 July 2011, <http://blogs.ft.com/the-a-list/2011/07/26/buffers-against-risk-carry-a-cost-to-society>.

питал перемещается из одного сектора в другой, совокупный чистый акционерный капитал (богатство) общества не меняется. Чистый акционерный капитал населения, вложенный в банки, вырастет, а чистые требования в форме прямых инвестиций — уменьшатся. Вот и весь результат.

В феврале 2014 года акции банков составили 5% стоимости средств, обращающихся на американском рынке акций, и 12% средств британского рынка акций. Если допустить, что совокупный акционерный капитал банков вырос втрое, а остальные компании снизили собственный капитал, увеличив заимствования, то объем средств на рынке акций остался бы прежним. Тогда рыночная капитализация банков США составила бы на ту же дату 19% от американского рынка акций, а банков Великобритании — 55% от британского рынка акций. Первая цифра выглядит реалистично. Вторая — нет. Однако британские банки работают на глобальном уровне. Весьма вероятно, что большая часть их акций в конце концов оказалась бы в руках иностранцев. Участники британского фондового рынка имеют настолько большие иностранные активы, что считать его национальным рынком неверно.

И тем не менее слабо верится, что акционеры всего мира захотят держать такую высокую долю своего богатства (чистых требований к мировой экономике) в форме, опосредованной акциями небольшого числа крупнейших банков. Более вероятно, что в случае ужесточения требований к капитализации банки были бы вынуждены сокращать балансы и рискованные капиталовложения переместились бы за пределы банковского сектора. Само по себе это очень желательно, хотя процесс перехода был бы непростым и потребовались бы новые институциональные формы, чтобы обеспечить доступ к финансам для учреждений, которые напрямую не могут занимать на рынках облигаций. Среди прочего, потребовалось бы возродить рынок секьюритизированных облигаций. Но принципиально важно, что совокупный объем средств, который общество желает вложить в рискованные сферы, остался бы *прежним*, потому что суммарный объем акционерного капитала не сократился бы.

В процессе перехода (возможно, долгом) можно было бы увеличить собственный капитал банков так,

чтобы им не пришлось сокращать балансы. Очевидный способ сделать это — запретить банкам выплачивать дивиденды или выкупать свои акции до тех пор, пока их собственный капитал не достигнет уровня, необходимого для финансирования данного размера активов при более низком рычаге. Разумеется, возможно (и даже скорее всего), что огромный объем активов, имеющийся на сегодняшний день у банков, не сможет приносить доходность достаточно высокую, чтобы привлечь инвесторов при более низком рычаге. Дело в том, что исчезнет субсидирование (бесплатная косвенная страховка, которую ранее предоставляло правительство), за счет которого раздувался избыточный кредит в экономике. Возможно, правительство решит использовать часть средств, прежде предоставлявшихся в виде субсидии, чтобы напрямую заплатить банкам за снижение рычага, создавая стимул для списания излишнего долга.

Но, может быть, господин Гринспен имеет в виду более тонкую мысль — что совокупная экономическая активность будет выше, если позволить банкам и дальше сохранять высокий уровень рычага? Но такое возможно только в том случае, если у экономики есть избыточные ресурсы, которые можно задействовать только таким путем. Но того же эффекта можно добиться, если прямо обратиться к способности центрального банка (или правительства) создавать деньги и поручить ему либо тратить их самостоятельно, либо передавать гражданам или резидентам на потребительские расходы. Чтобы мобилизовать избыточные ресурсы, не нужен банковский сектор с угрожающе высокой долей заемных средств.

Далее, если есть опасения, что банковские деньги для заемщиков подорожают, центральный банк может опустить процентные ставки, вплоть до нулевой отметки. И даже если они достигли нулевой отметки, правительство может снизить стоимость банковских заимствований, не допуская повышения рычага, а используя целевые субсидии.

Также следует помнить, что кризисы, вызываемые избыточно высокой долей заемных средств, наносят экономический ущерб. В этой связи Базельский комитет по банковскому надзору делает в своем исследовании следующий вывод: в прошлом существенное повышение

банковских нормативов давало строго положительный чистый экономический эффект, так как частота кризисов резко снижалась⁴⁷.

В четвертых, некоторые утверждают, что потеря ликвидности для банков страшнее недостатка капитала. На это возражение убедительный ответ дали профессора Адмати и Хеллвиг: «Если... учреждения обременены значительными долгами, достаточно небольшого шока, чтобы возникли сомнения в их состоятельности. Такие сомнения могут побудить кредиторов изъять свои деньги, и чем быстрее, тем лучше, что вызовет у банков проблемы с ликвидностью»⁴⁸. Более того, центральному банку как кредитору последней инстанции гораздо проще предоставлять временную помощь тому банку, состоятельность которого не вызывает сомнений. Профессор Гудхард считает, что можно снижать требования к капиталу банка, если его показатели ликвидности улучшаются, и повышать, если они ухудшаются. Таким образом, чем ближе банк подходит к модели «узкого банка», тем ниже будут требования к его капиталу⁴⁹.

В-пятых, утверждают, что сокращение балансов банков приведет к катастрофическому сокращению предложения денег. Прежде всего, на это возражение можно ответить, что сумма активов не снизится, если вместо целевого отношения собственного капитала к активам задать его целевой *объем*. Но есть по меньшей мере два дополнительных соображения. Во-первых, в современной экономике едва ли существует внятное разграничение между деньгами и тем, что деньгами не является. Вот почему не дали результата попытки вести денежную политику, полагаясь на величину денежной массы. Второе соображение состоит в том, что центральный банк может создавать деньги иными путями, если он того пожелает. Так, он может продолжить покупку активов у частного небанковского сектора, тем самым повышая у него запасы наличности и увеличивая резервы банков. Чтобы

47. Basel Committee on Banking Supervision, 'An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements', August 2010, <http://www.bis.org/publ/bcbi173.pdf>.

48. Admati and Hellwig, *The Bankers' New Clothes*, p. 211.

49. Goodhart, 'The Optimal Financial Structure', p. 5.

это не привело к снижению вложений банков в остальные виды активов, регулятору следует исключить величину резервов (хранящихся на счету в центральном банке) из числа активов при расчете достаточности капитала. Это вполне оправданно, потому что дефолт эмитента фиатных денег совершенно немыслим.

В-шестых, утверждают, что можно обойтись без ужесточения нормативов капитала, если использовать облигации, по которым предусмотрена конвертация в собственный капитал в случае дефолта эмитента, и усовершенствовать режим урегулирования несостоятельности; при этом банки сохраняют возможность получать налоговые вычеты на проценты.

С этим связаны по крайней мере две общие проблемы. Во-первых, чем ниже собственный капитал и чем выше вероятность конвертации облигаций в акции, тем ближе будут конвертируемые облигации по своим характеристикам к акциям, так что для банков они не будут дешевле (если не учитывать налоговые вычеты). Во-вторых, урегулирование несостоятельности в сочетании с конвертацией части задолженности в акции могут поставить банки на грань финансового обрыва: по достижении некоторой критической точки желание приобретать подобные долговые бумаги может полностью испариться. Вот почему правительства в период кризиса спасали держателей гибридных бумаг — долговых обязательств, допускающих конвертацию в акции. События доказали, что эти бумаги не могут служить источником капитала для недокапитализованных банков⁵⁰. Как оказалось, власти не решились сдержать слово и запустить волну конвертации, так что их обещание оказалось «несостоятельным во времени». Если бы гибридные бумаги имели очень долгий срок погашения, запустить конвертацию было бы гораздо легче. Но в таком случае они были бы почти неотличимы от акций. Так почему бы просто не перейти на акции?

Самый заманчивый способ обойти эти препятствия озвучили Джереми Баллоу из Стэнфордского университета, Джейкоб Голдфилд, бывший экономист *Goldman Sachs*, и Пол Клемперер из Оксфордского университе-

50. Admati and Hellwig, *The Bankers' New Clothes*, p. 187.

та, предложившие выпускать облигации, автоматически конвертируемые в акции (Equity Recourse Notes, ERN)⁵¹.

ERN — это разновидность «условного капитала», который первоначально имеет форму долговых обязательств, но автоматически конвертируется в акции, если эмитент сталкивается со значительным снижением рыночной стоимости. Рынок сам запустит процесс конвертации, а стоимость конвертации будет привязана к рыночной цене на дату выпуска. Если, к примеру, на момент выпуска ERN акция банка стоила 80 долларов, то по наступлении любой будущей даты погашения процента или основного тела долга банк должен будет уплатить за свои облигации акциями по этой цене в том случае, если цена акции на рынке опустится ниже 25% от цены на дату выпуска (в нашем примере ниже 20 долларов). Если акции будут торговаться по цене выше оговоренной, то у эмитента будет право, но не обязательство, обменять на них выпущенные облигации. Более того, в таком случае обмен будет происходить по цене, соответствующей точке конвертации. В нашем примере, если погашению подлежат облигации на сумму в 100 тыс. долларов, а акции торгуются ниже 20 долларов, банк будет обязан предоставить 5 тыс. обыкновенных акций (100 тыс. долларов разделить на 20 долларов за штуку). Наконец, по наступлении срока погашения конвертация будет происходить в виде платежа. В какой форме будет осуществлен платеж в момент погашения — в форме акций или наличности, — определяется ценой акции на этот момент. В нашем примере, если цена акции упадет до 18 долларов к первому сроку погашения, но поднимется до 22 долларов ко второму, банк будет должен оплатить акциями сумму, причитающуюся к погашению в первый срок, а сумму, причитающуюся во второй срок, — акциями или наличными на свой выбор.

51. Эти облигации (ERN) — лишь более изощренная разновидность условно конвертируемых облигаций («кокосовых»), обращающихся уже сегодня (Christopher Thomson, 'Coco Bond "avalanche" Expected from EU Banks', *Financial Times*, 25 November 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/a169e4f8-55c6-11e3-9bf5-00144feabdc0.html>). О ERN см. Jeremy Bulow, Jacob Goldfield and Paul Klemperec, 'Market-based Capital Regulation' 29 August 2013, <http://www.voxeu.org/article/market-based-bank-capital-regulation>.

Ясно, что такая форма долговых бумаг превратится в акции автоматически, когда в том появится необходимость. Поэтому это привлекательная форма конвертации долга в акции. Но чем она лучше акций (помимо того факта, что для банков она выгодней из-за неоправданных налоговых льгот, существующих у долга по сравнению с акциями)? Преимущества такого рода ценных бумаг, если они и есть, отнюдь не очевидны.

Сторонники E.R.N. называют следующие их преимущества. E.R.N. всегда превращаются в акции в тот самый момент, когда интересы налогоплательщиков нуждаются в защите; в остальные моменты времени они остаются долговыми бумагами; также многие уверены, что акционерный капитал по своей сути дороже, чем долговые обязательства (это точка зрения, скорее всего, не верна). Опять же, поскольку введение E.R.N. кажется менее радикальной альтернативой, чем ужесточение требований к акционерному капиталу, можно было бы потребовать существенного повышения количества капитала в этой форме, а не в форме обыкновенных акций. Также сторонники этих бумаг утверждают, что при расширении акционерного капитала рискованные формы деятельности мигрируют в другие области финансовой системы. Еще они полагают, что если люди будут чересчур уверены в безопасности банков, обладающих большим собственным капиталом, то бдительность менеджмента и регуляторов может притупиться и возрастет опасность сбоев.

Но ни один из этих доводов не имеет решающей силы. Часто заявляют, что акционерный капитал накладен. Но почему это так, редко стараются объяснить (если оставить в стороне бюджетные и другого рода субсидии). Более того, пока уровень рычага высок, проблема долгового навеса останется нерешенной: акционеры будут слабо заинтересованы в мудром управлении банком, так как выигрывать от этого в основном будут кредиторы и в том числе, конечно, держатели E.R.N. К тому же, если инвесторы будут чувствовать, что E.R.N. их обременяет и требует от них дополнительных издержек, риск с равным успехом мигрирует в другие отрасли. Следует еще раз подчеркнуть, что если высокие коэффициенты достаточности капитала способны притупить бдитель-

ность правительства, то с E R N будет то же самое. Может быть, даже хуже, поскольку держатели E R N не обладают правом управления банком до того, как обменяют свои бумаги на акции. По мере того как цена на акции банка будет приближаться к точке конвертации, нестабильность может усиливаться. Кроме того, чтобы остановить утечку наличности у проблемного банка, не обязательно прибегать к E R N, — то же можно сделать с акциями, если законодательно разрешить банкам приостанавливать выплату по ним при приближении к точке конвертации.

Резюмируя, E R N — это, несомненно, превосходный вид конвертируемых бумаг, но неясно, чем они лучше эмиссии дополнительных акций. В общем случае, если простое и сложное решение одинаково хороши, следует выбрать первое. А акции проще, чем запутанные гибридные бумаги.

Седьмое возражение состоит в том, что если учитывать только отношение капитала к совокупным активам, а не к взвешенным по риску активам, то снова возникнет опасность рискового арбитража: сознавая свою безопасность, банки займутся спекуляциями, основанными на риске, и станут вкладываться в более рискованные активы в стремлении обеспечить целевые показатели доходности. Этот аргумент выдвинул Питер Сэндз из банка *Standard Chartered*⁵². Но акционерам стоит беспокоиться только об отдаче от взвешенного по риску капитала. Если увеличение риска не ведет к росту доходности, то акционерам стоит выйти из таких вложений. Если увеличение риска повышает доходность, то можно жить спокойно. К тому же чем более значительным капиталом обладают банки, тем смелее они могут принимать дополнительные риски. Наконец, источником всех бед стали как раз те активы, которые банки ошибочно полагали надежными. Взвешивание по риску чрезвычайно ненадежно, поскольку выборка активов, на которой рассчитываются веса, всегда недостаточна или смещена.

52. Peter Sands, 'In Banking too much Simplicity can be Dangerous', *Financial Times*, 26 August 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/15ba8044-f46a-11e2-a62e-00144feabdco.html>.

Похожее возражение возникает применительно к попыткам инвесторов выиграть на разнице в режимах регулирования: если банки втиснуть в жесткие нормативы капитала, то риски перетекут куда-нибудь еще, что и произошло перед кризисом 2007–2008 годов. Поэтому крайне важно, чтобы финансовая отчетность важных финансовых учреждений была полностью консолидирована. В равной мере важно добиться, чтобы от надзора не укрылась ни одна частица системы и всегда можно было проследить возникновение рисков. Это одна из задач макропруденциального регулирования, которое мы рассмотрим в следующем разделе.

Повысив нормативы капитала для банков, мы определенно не решим всех проблем. Но если этим не ограничиться, а для крупнейших и самых тесно встроенных в межбанковские связи учреждений установить еще более строгие нормативы капитала, то мы сделаем большой шаг вперед. Ведь чем жестче нормативы капитала, тем менее важно, как изменится структура отрасли. Халдэйн и Мадурос дополнительно предлагают облагать налогом плотно связанные институты, и это не лишено смысла⁵³. Но главное — это капитал. Если базовый уровень рычага составляет 10 : 1, но при этом действуют буфер сохранения капитала, противоциклический буфер и буфер для крупных банков, то в периоды процветания фактический уровень рычага может составить 6 : 1. Подобная система была бы гораздо безопаснее⁵⁴.

Многочисленные новшества, внедряемые сегодня, не способны сделать то, что значительно снизило бы уязвимость финансовой системы, — помочь ей легче переносить убытки. Пока в системе возможны операции с плечом 30 : 1, финансовые учреждения неизбежно будут терпеть крах. Представление, что можно предотвратить их крах и избежать общесистемных потерь с помощью гибридных финансовых инструментов, планов действий

53. Haldane and Madouros, 'The Dog and the Frisbee', p. 22.

54. Алан Гринспен также пришел к выводу о необходимости увеличения собственного капитала. См.: Alan Greenspan, *The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting* (London: Allen Lane, 2013); Гринспен Алан, Карта и территория. Риск, человеческая природа и проблемы прогнозирования (Москва: Альпина Паблишер, 2015).

на случай кризиса и «завещаний» на случай банкротства, — крайне наивное и чрезмерно оптимистическое.

Как внедрить макропруденциальную политику

Если добиться, чтобы отдельные финансовые учреждения и прежде всего крупные глобальные учреждения использовали больше акционерного капитала в качестве источника финансирования, то удастся существенно повысить их запас прочности — а также запас прочности всей системы в целом — к шокам, наступление которых неизбежно. Но есть и еще одна полноценная задача: как увеличить запас прочности системы в целом. Эту задачу выполняет особая форма регулирования, о которой лишь недавно вспомнили, — «макропруденциальный надзор», официальный термин для обозначения деятельности по обеспечению стабильности финансовой системы в целом. В чем ее польза?

Во-первых, нужно дать короткую справку. До кризиса ортодоксальная экономическая политика принимала за аксиому, что инфляционное таргетирование совместно с микропруденциальным надзором гарантируют стабильность. Если они вдруг не сработают, то всегда будет проще и эффективней разгрести финансовые завалы после крушения, чем отказываться от возможностей экономического роста, пытаясь предотвратить его методами денежной политики⁵⁵. Кризис разбил эту ортодоксальную установку в пух и прах. Сегодня почти все согласны, что очень трудно навести порядок после того, как кончился кредитный бум и вследствие этого лопнул пузырь на рынке активов. Здесь-то и возникает поле для макропруденциальной политики. В ее основе лежит мысль, что нужно отслеживать, чтобы деятельность финансовой системы в целом не вносила дестабилизацию в экономику в целом и не повышала риски, общие для всех финансовых институтов. Отсюда следуют пять

55. Ровно такой же довод приводил в 2002 году Бен Бернанке. См.: 'Asset Price "Bubbles" and Monetary Policy', 15 October 2012, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021015>. Алан Гринспен придерживался той же точки зрения.

главных вопросов. В чем заключается этот вид регулирования? Зачем он нужен? Как его осуществить? Кто должен за него отвечать? И будет ли он работоспособен?⁵⁶

Задачи макропруденциальной политики

У макропруденциального регулирования есть две перекрестные задачи: защитить финансовую систему от остальной экономики и остальную экономику от финансовой системы. Первая задача вытекает из наблюдения, что денежная политика, стремясь достичь ценовой стабильности, может вносить нестабильность в финансовую систему. Следовательно, нужно предотвратить или, по меньшей мере, ослабить ее нежелательное воздействие. Таким образом, главная цель этой составляющей макропруденциальной политики — финансовая стабильность. Для этого, например, можно увеличить требования к собственному капиталу заемщиков или должников в период бума. Выполняя свою вторую задачу, макропруденциальная политика призвана защитить остальную экономику от перекосов финансовой системы — как во время бума, так и в периоды спада. Здесь главное средство — ограничение кредитования.

Макропруденциальное регулирование граничит с микропруденциальным регулированием, с одной стороны, и с денежной политикой — с другой. Теоретически, если целью денежной политики сделать ценовую стабильность, а макропруденциальной — финансовую, то этого будет достаточно, по крайней мере, в спокойные времена. Однако, когда процентные ставки достигают миниму-

56. Среди многочисленных работ о макропруденциальном регулировании стоит выделить Stijn Claessens, Swati Gosh and Roxana Mihet, 'Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities', 12 November 2012, http://macrofinance.nipfp.org.in/PDF/JIMFPr_Claessens_NIPFP-DEA-JIMF_Conference_December_2012.pdf; Enrico Perotti, 'A Blueprint for Macroprudential Policy in the Banking Union', 16 December 2012, <http://www.voxeu.org/article/blueprint-macroprudential-policy-banking-union>; Otaviano Canuto and Matheus Cavallari, 'Integrating Monetary Policy and Macroprudential Regulation', 21 May 2013, а также 'Macro-Prudential and Micro-Prudential Regulation', ch. 2, The Warwick Commission on International Financial Reform, *In Praise of Uneven Playing Fields*, Report of the Second Warwick Commission, University of Warwick, 2009, http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/financialreform/report/chapter_2.pdf.

ма, трудностей становится намного больше: если работа финансовой системы сильно нарушена, денежная политика тоже работает плохо. Поэтому чтобы денежная политика вновь стала эффективной, необходимо исправить финансовую систему, а это задача макропруденциальной политики. В качестве альтернативы можно применить другой вид макроэкономической политики — возможно, бюджетную политику. Более того, если, как говорилось в главе 5, в прошлом денежная политика всегда порождала дестабилизирующие экономику финансовые пузыри, то новая макропруденциальная политика может снизить эффективность денежной политики, так что проблема нулевого нижнего порога процентных ставок превратится в более частное явление. Короче говоря, чересчур оптимистичен будет тот, кто скажет, что достаточно просто поручить денежной политике поддерживать стабильность цен, а макропруденциальной политике — поддерживать финансовую стабильность.

Почему макропруденциальная политика необходима?

Необходимость макропруденциальной политики объясняется тем, что финансовая система, в которой отдельные институты выглядят благополучно, может легко выйти из равновесия, потому что все ее составляющие подвержены (и создают сами) одни и те же риски. Каждое отдельное учреждение может быть диверсифицировано. Но если все они диверсифицированы одинаковым образом, все вместе они будут уязвимы. Усугубляет ситуацию то, что единые правила микропруденциального регулирования для всех *увеличивают* вероятность того, что побуждают фирмы диверсифицироваться почти одинаково; а следовательно, брать на себя во многом одинаковые риски.

Итак, в чем состоят общие риски, которым подвержены фирмы? Очевидный пример такого риска — это экономические циклы или, что еще хуже, циклы рынка недвижимости. Вторая группа рисков — опора на единые для всех рынки капитала. Третья группа общих рисков — единые правила бухгалтерской отчетности, в особенности правила рыночной переоценки активов в пери-

од кризиса. Четвертый источник общих рисков — это единый круг поставщиков страховки против общих рисков. Пятая группа рисков — использование одинаковых моделей риск-менеджмента. Шестая группа рисков — зависимость от одних и тех же рейтинговых агентств. Седьмая группа общих рисков — единые стандарты регулирования, которые внедряются одинаковым образом.

Системные риски растут, если все участники в значительной степени подвержены одному и тому же риску. Степень риска в системе в целом совсем не то же самое, что восприятие риска отдельными институтами. Риск национальной банковской системы повышается, если все ее участники сталкиваются с одними и теми же угрозами; она становится безопаснее, если каждый участник рискует по-своему. Но и это еще не все. Участники одной финансовой системы не только подвержены общим рискам. Они еще и создают общие риски друг для друга и для экономики в целом. Любая финансовая система не только впитывает в себя риски, но и источает их. Поэтому, в сущности, и требуется макропруденциальная политика.

Как внедрить макропруденциальную политику

Макропруденциальная политика должна быть максимально автоматизированной и не оставлять никакого пространства для дискреционных решений. К примеру, лучше всего привязать нормативы достаточности капитала финансовых учреждений либо объем резервирования к темпу расширения кредита: чем выше темп, тем больше нужно капитала. Ключевая задача — добиться, чтобы не только сами институты, но и их многочисленные заемщики могли переносить более высокие убытки без особенных затруднений. Наряду с этим нужно путем штрафов или более высоких требований к капиталу предотвратить чрезмерные несоответствия в сроках погашения активов и пассивов, то есть финансирование сверхдолгосрочных и рискованных активов за счет краткосрочных и безопасных пассивов. В принципе этот процесс можно почти полностью автоматизировать. Но есть некоторые моменты, которые не допускают механического подхода. Один из самых очевидных — надзор за регулятивным арбитражем: регуляторам нужно

быть настороже, чтобы риски не ускользнули из сферы действия формальных норм. К сожалению, это не единственная область, где нужны дискреционные решения. Еще одна — это выявление системных рисков, порождаемых регулированием, в частности, анализ того, как регулирование заставляет институты принимать определенный тип риска одинаковым образом и, таким образом, делает их более однотипными и уязвимыми перед одним видом шока. Экономика, специализирующаяся на одной аграрной культуре, сильно страдает, если случится неурожай этой культуры. Равным образом финансовая система, сосредоточенная на каком-то одном виде риска, терпит крушение, когда этот риск реализуется.

Кто должен отвечать за макропруденциальную политику?

Учитывая тесную связь между макропруденциальной и денежной политикой, за обе должен отвечать центральный банк совместно с микропруденциальными регулирующими органами. Не до конца понятно, нужно ли создавать специальный орган для макропруденциальной политики. В пользу такого выбора говорит то, что компетенция у подобного органа, как и компетенция микропруденциального регулятора, должна охватывать более широкий круг вопросов помимо денежной политики. Довод против состоит в том, что денежная и макропруденциальная политика будут тесно взаимодействовать и часто будут выступать альтернативными способами достичь одной и той же цели. В разных странах было бы желательно опытным путем выяснить идеальную пропорцию между специализацией и интеграцией. В любом случае денежные власти должны хорошо понимать, чего добиваются органы макропруденциальной политики, поскольку действия последних будут оказывать сильнейшее воздействие на денежную политику.

Эффективность макропруденциальной политики

Наконец, работает ли она? Никто не знает. Склонные отвечать «да» выказывают, говоря словами Фридриха Хайека, «пагубную самонадеянность» — допускают нали-

чие твердого знания там, где его нет. С другой стороны, остальные альтернативы еще хуже: либо и дальше страдать от тяжелых кризисов, либо полагаться на неуклюжий инструмент денежной политики. Но нужно учитывать, что органы макропруденциального регулирования будут подвержены политическому давлению, конфликтовать с денежными властями и испытывать нехватку надежных знаний. Так что это смелая, но рискованная затея. Вот почему так важно увеличить собственный капитал финансовых учреждений. Если, как предрекал Мински, кризисам суждено продолжаться, то нужно перестроить ядро финансовой системы так, чтобы она могла выдержать любой кризис, подобно тому как мосты строят в расчете на самые сильные ураганы.

Заключение

Когда разразился кризис, регуляторы решились на многие смелые начинания. Среди них много важных, но два — ключевые: кардинальное повышение требований к достаточности капитала и создание эффективного макропруденциального регулирования. Что касается первого, пока сделано еще слишком мало. До сих пор нетрудно представить, как очередной шок «декапитализирует» финансовую систему. Крайне важно опустить финансовый рычаг до уровня не выше, чем 10:1. Текущее положение дел, когда банки и государство срослись, словно сиамские близнецы, не должно продолжаться. Оно серьезно искажает структуру стимулов и поэтому повышает уязвимость перед кризисами в долгосрочном периоде. Далее, хотя повышение нормативов капитала облегчает макропруденциальное регулирование, последнее еще нужно заставить работать. Самая важная составляющая — это автоматическая подстройка нормативов капитала и ликвидности к той или иной фазе цикла.

В своем нынешнем виде финансовая система обречена на провалы. Однако ее укрепление — это только первая часть решения. Вторая часть задачи состоит в том, чтобы устранить макроэкономический беспорядок, в котором погряз мир. Об этом пойдет речь в главах 8 и 9.

ГЛАВА 8

Долгий путь впереди

Существует опасность, что одновременный переход к сбалансированным бюджетам в ряде ключевых мировых экономик негативно скажется на восстановлении. Также есть опасность, что отсутствие успехов в деле сокращения бюджетных дефицитов подорвет доверие и замедлит рост. Стараясь соблюсти баланс, развитые экономики совместно приняли бюджетные планы, предполагающие по меньшей мере двукратное снижение дефицитов к 2013 году и стабилизацию либо сокращение отношения государственного долга к ВВП к 2016 году.

Коммюнике «Большой двадцатки», Торонто, 27 июня 2010 года¹

Некоторые полагают, что нам не стоило принимать все эти жесткие решения в борьбе за снижение долгового бремени. Они говорят, что борьба с дефицитом мешает росту. И что все, что нам нужно делать, — лишь больше тратить и больше занимать. Такое ощущение, что думают, будто где-то растет волшебное денежное дерево. Позвольте мне открыть вам правду: такого дерева нет.

Дэвид Кэмерон, премьер-министр Великобритании, 7 марта 2013 года²

ЧТО предпринимают правительства стран с высоким доходом для возобновления динамичного экономического роста? Возможно ли это или же они вступили в полосу «новой нормальности», обрекающей их экономики на мизерные экономические результаты? Правильно ли действуют правительства и если нет, то какая политика предпочтительней? Какую роль в этом процессе играют формирующиеся экономики?

-
1. 'G20 Toronto Summit Declaration', 27 June 2010, http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/06/27/AR2010062702887_2.html?sid=ST2010062604320.
 2. David Cameron, Speech, 7 March 2013, http://www.conservatives.com/News/Speeches/2013/03/Prime_Ministers_Speech_on_The_Economy.aspx.

Все эти вопросы будут разобраны в настоящей главе, где мы посмотрим на глобальную картину, и в главе 9, где рассматриваются события в еврозоне.

Центральная тема настоящей главы — как восстановить прочное макроэкономическое равновесие в странах с высоким доходом, а значит, и в остальном мире. Для этого нужно преодолеть посткризисную стагнацию, а также устранить колоссальный избыток сбережений в частном секторе, на который указывают низкие реальные процентные ставки и хронические диспропорции на глобальном уровне. Но при этом решение должно быть таким, чтобы не запустить новую волну чрезмерных заимствований в частном секторе. Сразу оба условия выполнить будет трудно. Похоже, мы стоим перед непростым выбором: либо слабое, либо недолговременное восстановление.

Конечно, этим не исчерпываются те экономические трудности, с которыми столкнулись страны с высоким доходом, не говоря уже об остальном мире. Однако насущная задача по восстановлению стабильности и устранению причин нестабильности — не самоцель, а необходимое условие для решения остальных задач. Во-первых, как говорилось в главе 7, необходимо придать устойчивость финансовой системе. Во-вторых, как будет показано в этой главе, необходимо преодолеть макроэкономические вызовы, связанные с нехваткой спроса, избыточным долгом и глобальными диспропорциями.

Ситуацию на глобальном уровне, как и на уровне еврозоны, лучше всего анализировать в терминах потоков, запасов и реформ. Что касается потоков, необходимо привести в соответствие потоки доходов и расходов, заимствований и кредита так, чтобы обеспечить полную занятость экономики и темпы роста в соответствии с потенциальным уровнем. Что касается запасов, необходимо разобраться с избыточным уровнем частного и в некоторых случаях государственного долга. Что касается реформ, необходимо на национальном и глобальном уровнях придать экономикам сбалансированность и подкрепить их эффективными институтами, способствующими устойчивости и всеобщему процветанию. В конечном счете мы должны получить упорядоченные балансовые счета, здоровую финансовую систему и соот-

ветствие между расходами и высоким уровнем экономической активности и занятости.

На словах звучит просто. Но на деле все обстоит иначе. Гораздо вероятней, что в странах с высоким доходом продлится стагнация — по крайней мере, если сравнивать с докризисными ожиданиями. Стагнация означает большую потерю ресурсов — неосуществленные инвестиционные программы, оставшиеся на бумаге бизнес-планы, утраченные трудовые навыки, разбитые надежды. Если продолжения стагнации посчастливится избежать, то нас ждет накачка экономики кредитами и временный подъем, а следом — еще один, более мощный крах. Хуже всего, что сочетание внутренних проблем со сменой лидеров глобальной экономики может затруднить сотрудничество между странами.

Придется преодолеть все эти преграды. Но как? Чтобы ответить на этот вопрос, мы проведем исследование по следующему маршруту. Во-первых, следует показать, что текущая стагнация — нечто из ряда вон выходящее. Во-вторых, нужно рассмотреть полемику о мерах жесткой экономии. В-третьих, рассмотреть возможные способы избавления от долга. В-четвертых, следует изучить, какие структурные препятствия лежат на пути роста. Наконец, мы обратимся к вопросу о системных путях глобальной перестройки и реформ.

Стагнация

Последствия кризиса в странах с высоким доходом, а также его издержки с точки зрения выпуска и занятости уже были рассмотрены в главах 1 и 5. Рис. 39 и 40 позволяют увидеть более долгосрочную картину положения дел в США и Великобритании после кризиса; в данной главе мы сосредоточимся на этих двух странах, а последствия для еврозоны рассматриваются в главе 9.

График по США показывает сглаженный тренд квартального роста ВВП США, рассчитанный на данных с 1950-го по конец 2007 года, то есть до начала кризиса. В среднем на протяжении этого длительного периода тренд роста экономики США составлял 3,4% в год. Темп роста экономики Великобритании, соответствующий

щий тренду за период с 1955 по 2007 год, составлял 2,8%. Кроме того, на графиках даны отклонения фактических темпов роста от сглаженного тренда (на правой шкале): и в США, и в Великобритании отклонения в обе стороны были небольшими.

В 2007 году началась «Великая рецессия». К концу четвертого квартала 2013 года ВВП США находился на 17% ниже своего исторического тренда. ВВП Великобритании снизился не так сильно — на 14%, в основном потому, что до кризиса он находился несколько выше тренда (см. рис. 40). Но в обоих случаях падение было грандиозным. Примем оптимистическое допущение, что в будущем экономика США сможет расти на 3% в год. Допустим также, что соответствующая реальная процентная ставка, по которой дисконтируется будущий ВВП, также составляет 3%. Тогда за следующий век накопленная приведенная стоимость потерь американского ВВП составит в семнадцать раз больше, чем уровень ВВП 2013 года³. Если взять дисконт ниже темпа роста, то размер потерь будет еще больше. Потери от кризиса превышают издержки от мировых войн. Это не преувеличение: после окончания Второй мировой войны и США, и Великобритания смогли вернуться или даже превзойти уровень тренда и темпы роста, которые наблюдались до начала конфликта. Таким образом, долгосрочные экономические издержки войн, если их выразить в стоимости будущего ВВП, гораздо ниже, чем издержки крупных финансовых кризисов. Коллапс финансовой системы и необходимость сокращать пользование заемными средствами сопряжены со значительными затратами.

Современные оценки отклонения выпуска от тренда (разница между фактическим уровнем выпуска и его потенциальным уровнем, то есть уровнем полной занятости) гораздо ниже показанных на графиках. Дело в том, что оценка потенциального уровня выпуска всегда корректируется вслед за новыми данными о фактическом выпуске. Например, в обзоре мировой экономики ОЭСР

3. При таких предположениях отношение приведенной стоимости потерь ВВП к докризисному трендовому уровню ВВП в будущем всегда будет равняться 17%.



РИС. 39. ВВП США
(млрд долл., квартальные данные,
приведенные к годовому выражению,
в ценах 2009 года)

Источник: Bureau of Economic Analysis.



РИС. 40. ВВП Великобритании
(млрд фунтов стерлингов, квартальные данные,
в ценах 2010 года)

Источник: Office for National Statistics.

за ноябрь 2013 года разрыв выпуска в США в 2013 году оценивался в 3%, в Великобритании — в 2,5%, что немало, но намного меньше, чем отклонение выпуска от тренда, если этот тренд продлить к 2013 году. Прискорбному факту падения потенциального уровня выпуска намного ниже докризисного тренда (если быть точным, на 14% ниже тренда в США и на 11,5% ниже в Великобритании) можно дать три объяснения. Во-первых, можно утверждать, что докризисный тренд переоценивал потенциальный уровень выпуска (или, по крайней мере, его долгосрочный уровень). Во-вторых, потенциальный выпуск мог снизиться в результате кризиса. В-третьих, возможно, что ОЭСР и другие авторы пессимистических прогнозов неоправданно занижают потенциальный уровень выпуска.

Докризисный тренд был переоценен

Легко согласиться с тезисом о том, что бурный рост кредитования вкупе с учетом выпуска финансового сектора привели к завышенным оценкам фактического и потенциального выпуска. Одна из причин состоит в том, что расширение кредитования легко превращается в доходы. Если банк взимает комиссию, выдавая ненадежную ссуду, то в национальных счетах эта комиссия фигурирует как доход. Но есть и доводы против позиции тех, кто полагает, что на самом деле долгосрочный потенциальный выпуск был намного ниже фактического из-за большой доли в нем мнимой экономической деятельности.

Первое, что показывают рис. 39 и 40, на протяжении 2000-х годов в США выпуск вовсе не обгонял тренд, а как раз наоборот, был ниже тренда. Даже в Великобритании выпуск во втором квартале 2007 года лишь на 4% превышал долгосрочный тренд. Второе: в докризисный период отсутствовали признаки инфляции заработной платы и цен, которые указывали бы на значительное превышение фактического выпуска над экономически обоснованным. В-третьих, если бы причиной было состояние отдельных секторов, а не экономики в целом, занятость должна была бы сократиться лишь в секторах, пострадавших от кризиса. И действительно, в США занятость

в строительстве упала в 2007–2012 годах на 26%, в недвижимости — на 11%. Однако в секторе финансов и страховых услуг занятость упала всего на 6%, тогда как в экономике в целом — на 4%. В оптовой и розничной торговле занятость снизилась на 7%, в сфере массовой информации и сопряженных отраслях — на 11%, а в обрабатывающей промышленности на целых 14%. Иными словами, падение занятости затронуло все отрасли. Этот факт легко объясним, если признать, что причина спада выпуска и занятости кроется в обвале совокупного спроса⁴.

Потенциальный выпуск под ударом кризиса

Второе объяснение контраста между значительным снижением выпуска относительно долгосрочного тренда при относительно небольшом текущем разрыве выпуска: кризис нанес болезненный удар по потенциальному выпуску и темпам его роста. И это соответствует действительности. Здесь возможны два объяснения. Во-первых, падение экономической активности подорвало способность финансовой системы обслуживать экономику. Во-вторых, падение активности снизило инвестиции и занятость. Чем дольше человек не может найти работу, тем труднее ему это сделать. Следует, однако, заметить, что потери эти отнюдь не были неизбежны. Если бы спрос поддержали решительней, многие потери удалось бы предотвратить.

Прогнозы слишком пессимистичны

Третье объяснение: авторы экономических прогнозов просто слишком пессимистично оценивают уровень потенциального ВВП. Но в свое оправдание они могут привести один веский аргумент — устойчивость инфляции. Если бы уровень деловой активности на самом

4. Такую точку зрения высказывает Пол Кругман в книге: Paul Krugman, *End this Depression Now* (New York: W.W. Norton, 2012); Пол Кругман, *Выход из кризиса есть!* (Москва: Азбука-Аттикус, 2013). Аргумент о том, что до кризиса ВВП находился на уровне выше экономически обоснованного, критикуется в: Martin Wolf, 'How the Financial Crisis Changed Our World', 2013 Wincott Memorial Lecture, <http://www.wincott.co.uk/lectures/2013.html>.

деле сильно просел, то разве инфляция не снизилась бы гораздо сильнее или даже не перешла бы в дефляцию? На это можно ответить двояким образом. Первое объяснение, предложенное МВФ, состоит в том, что инфляционные ожидания жестко привязаны к целевым ориентирам по инфляции центральных банков⁵. Во-вторых, основной вклад в инфляцию по-прежнему вносят издержки на оплату труда. А номинальный уровень оплаты труда сопротивляется снижению даже в периоды, когда экономика пребывает в депрессии.

Пора действовать

Сравним два варианта экономической политики: масштабное стимулирование и меры жесткой экономии. Если применяется первая стратегия и в экономике много незагруженных мощностей, восстановление ускорится. Если стимулировать экономику в отсутствие избыточных мощностей, возникнет инфляция, дефицит текущего счета или и то и другое. Теперь возьмем вторую альтернативу: меры жесткой экономии. Если есть неиспользуемые мощности, экономика ответит на экономическую политику путем снижения потенциального выпуска до фактического уровня, прежде всего за счет снижения инвестиций. Если неиспользуемых мощностей нет, политика даст ожидаемый результат. То есть меры жесткой экономии превратятся в самоисполняющееся пророчество.

Таким образом, чрезмерно оптимистическая оценка потенциального выпуска приведет к всплеску инфляции, по наступлении которого политику можно будет скорректировать. Чрезмерно пессимистическая оценка потенциального выпуска обойдется в безвозвратные потери в уровне выпуска. Первая ошибка менее разрушительна, чем вторая. Поэтому правильнее будет рискнуть и выбрать стимулирование, так как издержки жесткой экономии будут выше. К тому же при столь сильном па-

5. International Monetary Fund, 'The Dog that didn't Bark: Has Inflation been Muzzled or was it just Sleeping?', *World Economic Outlook*, ch. 3, Washington DC, April 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>.

дении выпуска наличие незадействованных мощностей более чем вероятно. Тем больше оснований для стимулирующей политики.

Как стимулировать экономику⁶

Страны с плавающим валютным курсом, такие как США и Великобритания, могут сочетать фискальную и денежную политику, выбрать одну из них или не прибегать ни к одной. Итак, будем исходить из предположения, что некая форма стимулирования желательна, а затем рассмотрим вариант, когда не используется ни одна из них.

Пределы денежной политики

Разумно ли полагаться лишь на денежную политику? Есть четыре аргумента против.

Во-первых, очевидно, что следует использовать самые эффективные из инструментов. Крах, который следует за длительным кредитным бумом, переносится очень болезненно и его последствия трудно излечить⁷. Одна из причин в том, что при процентных ставках, близких к нулю или равных нулю, денежная политика оказывает слабое воздействие, хотя и не совсем бесполезна. Поддержание сверхнизких процентных ставок в сочетании с количественным смягчением и «наводящими сигналами» рынкам, то есть демонстрацией намерения сохранять низкие ставки в будущем обеспечили лишь весьма умеренное восстановление. Так, ни в США, ни в Великобритании темпы роста к началу 2014 года не превысили докризисных значений. Соответственно, в процессе

6. История о том, как страны переходили к мерам жесткой экономии, превосходно описана в: Mark Blyth, *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (New York: Oxford University Press, 2013).

7. Мориц Шуларик из Свободного университета Берлина и Алан Тейлор из Калифорнийского университета в Дэвисе в важной эмпирической статье называют подобный катастрофический сценарий «кредитным бумом, пошедшим наперекосяк». 'Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008', National Bureau of Economic Research, Working Paper 15512, November 2009, www.nber.org.

восстановления разрыв между фактическим выпуском и уровнем докризисного тренда ничуть не уменьшился.

Во-вторых, как отмечает Саймон Рен-Льюис из Оксфордского университета, довольно трудно рассчитать силу воздействия нетрадиционной денежной политики⁸. Никто не спорит, что денежная политика может обеспечить необходимый рост номинального спроса. Но если нет ясности ни в том, как проводить денежную политику, ни в том, каков будет ее эффект, нужно быть осторожными. Джон Уильямс, председатель Федерального резервного банка Сан-Франциско, обращает внимание на следующее: когда имеются инструменты, которые можно использовать для разных областей экономической политики, «оптимальная стратегия — довериться наиболее прогнозируемому инструменту, а альтернативные инструменты с менее очевидными эффектами применять только тогда, когда возможности более простых инструментов полностью исчерпаны»⁹. При близких к нулю процентных ставках самый предсказуемый вид политики — бюджетная политика.

В-третьих, агрессивная денежная политика создает собственные риски. Она может искусственно продлевать жизнь фактически нежизнеспособным компаниям. Она может искажать ценовые сигналы, порождая ошибочные инвестиции. Но прежде всего, она может вызвать новую волну безответственного кредитования и расходования. В сущности, именно за это ее критикуют некоторые экономисты, в том числе Уильям Уайт, бывший главный экономист Банка международных расчетов, и Рагурам Раджан, нынешний глава Резервного банка Индии¹⁰.

8. Simon Wren-Lewis, 'The Two Arguments why the Zero Lower Bound Matters', *Mainly Macro*, 12 July 2013, <http://mainlymacro.blogspot.it/2013/07/the-two-arguments-why-zero-lower-bound.html>.

9. John Williams, 'A Defense of Moderation in Monetary Policy', Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2013-15, Abstract, July 2013, <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2013-15.pdf>.

10. См., к примеру, William White, 'Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences', September 2012, <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>, and Raghuram Rajan, 'A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy after the Crisis', Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlement, 23 June 2013, <http://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.pdf>.

Наконец, агрессивная денежная политика в исполнении США, поставщика мировой резервной валюты, может быть особенно разрушительна, поскольку ставит эмитентов всех остальных валют перед выбором из трех зол: либо импортировать американскую денежную политику, рискуя утратить внутреннюю стабильность, либо не импортировать политику США, рискуя утратить устойчивость валютного курса, либо ввести контроль над притоком капитала, изолируя свою экономику от глобальных рынков капитала.

Ряд экономистов идет в своих рассуждениях еще дальше, доказывая, что агрессивная денежная политика, особенно нетрадиционная, создает угрозу высокой инфляции или даже гиперинфляции. Экономисты австрийской школы давно говорят о такой возможности. Некоторые монетаристы думают так же, в частности, такой значимый автор, как Аллан Мелцер из Университета Карнеги-Меллона¹¹. Суть его доводов в том, что расширение денежной базы должно привести к многократному увеличению банковских кредитов и, как следствие, денежного предложения, что заканчивается высокой инфляцией.

Но это абсурд. Возьмем так называемый денежный мультипликатор, который предположительно отражает связь между резервами банков в центральном банке и денежным предложением (см. рис. 37). Как показывает рис. 41, отношение M2 (самого широкого показателя денежного предложения из ныне публикуемых ФРС) к банковским резервам в США в период 1994–2008 годов выросло вдвое и резко снизилось после запуска нетрадиционной денежной политики. К февралю 2014 года мультипликатор снизился до четырех. Банковские резервы выросли с 95 млрд долларов в апреле 2008 года до 2,7 трлн долларов в феврале 2014 года. Это не оказало никакого мультиплицирующего воздействия на M2. Более того, объем резервов определяют не банки, а центральный банк (и отчасти спрос на наличность у населения)¹².

11. См.: Allan H. Meltzer, 'When Inflation Doves Cry', Project Syndicate, 13 August 2013, <http://www.project-syndicate.org/commentary/why-us-inflation-remains-low-by-allan-h-meltzer>.

12. Paul Sheard, 'Repeat After Me: Banks Cannot and Do Not "Lend Out" Reserves', Standard & Poor's, 13 August 2013, http://standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/Repeat_After_Me_8_14_13.pdf.

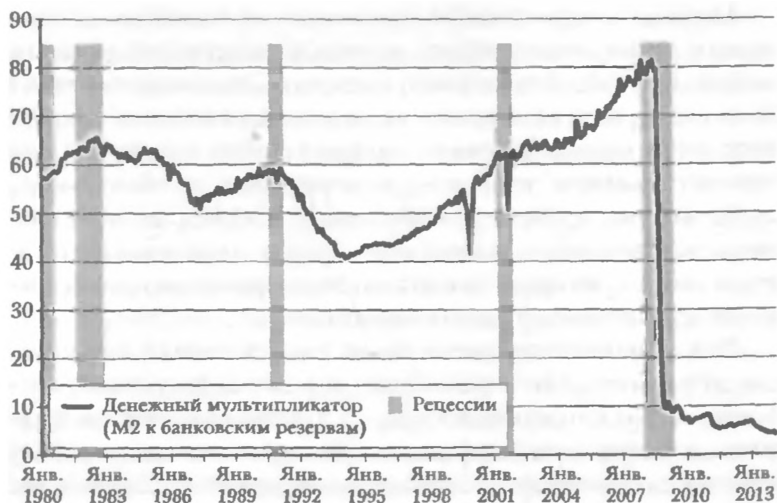


РИС. 41. «Денежный мультипликатор» в США

Источник: Federal Reserve Bank of St Louis.

Он может создавать и ликвидировать резервы, покупая и продавая активы, а также кредитуя банки или изымая из них свои кредиты. Наконец, центральный банк может стерилизовать резервы, изменяя требования к резервированию, и определяет обременительность расходов банков на резервирование, устанавливая ставку, которую выплачивает на резервы.

Если процентная ставка останется близкой к нулю после того, как склонность к риску вернулась к норме, начнется рост кредитования и денежного обращения, экономика перегреется и наступят те последствия, которых опасаются противники нетрадиционной политики. Но условия, которые изначально опустили процентные ставки до нуля, как раз и исключают подобный всплеск кредитования. Вместе с изменением условий должна измениться политика. И можно быть уверенными — условия изменятся.

Но даже если всеобщее беспокойство по поводу гиперинфляции напрасно, возражения против опоры на одну лишь денежную политику служат *prima facie* доводом в пользу бюджетной политики. Почему же столь многие экономисты ее отрицают?

Аргументы против бюджетной политики

Всякая дискуссия о роли бюджетной политики начинается с обсуждения величины «бюджетного мультипликатора» — отношения между приростом национального дохода и приростом бюджетных расходов, выступающих его причиной. Широко распространено убеждение, что на нижней нулевой границе ставок мультипликатор не меньше 0,5, а более вероятно, выше единицы¹³. Большие значения мультипликатора в нынешних условиях объясняются следующими причинами: сегодня экономическим агентам намного труднее, чем обычно, занимать (и расходовать) под залог будущих доходов; сокращение государственных расходов снижает кредитоспособность множества потенциальных заемщиков, которые оказываются не способны извлечь пользу из агрессивной денежной политики; ужесточение денежной политики одновременно происходит во множестве стран. В 2012 году Джеймс Брэдфорд де Лонг из Калифорнийского университета в Беркли и Лоуренс Саммерс, вернувшийся в Гарвардский университет после работы в правительстве, указали еще два обстоятельства. Во-первых, если падение выпуска наносит ущерб его потенциальному уровню — эта ситуация называется «гистерезис», — то потребность в бюджетной политике гораздо настоятельней. Во-вторых, если реальные процентные ставки достаточно низкие, а эффект мультипликатора и гистерезис достаточно сильные, бюджетное стимулирование даже может окупиться. Дефицит окажется самым настоящим бесплатным завтраком¹⁴.

Однако, как мы знаем (см. главу 1), идея бюджетного стимулирования всегда встречала сильное сопротивление. Ее противники, среди прочего, исходили из классического представления о том, что экономика всегда

13. Весьма спорно этот вопрос рассматривается в International Monetary Fund, *World Economic Outlook* for October 2012. См.: 'Are we Underestimating Short-Term Fiscal Multipliers?', Box 1.1, pp. 41–43. См. также: Paul Krugman, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/08/31/the-arithmetic-of-fantasy-fiscal-policy>.

14. J. Bradford de Long and Lawrence H. Summers, 'Fiscal Policy in a Depressed Economy', *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring 2012), p. 233–297.

пребывает в состоянии полной занятости. Если принять такую точку зрения, то резкое сокращение выпуска во время «Великой рецессии» следует объяснять тем, что работники по всему миру внезапно решили устроить себе отпуск, только притворяясь безработными. Иными словами, равновесный уровень выпуска рухнул, потому что люди вдруг решили снизить свое предложение труда, а вовсе не лишились своей работы вынужденно. Это не только звучит как глупое объяснение, это и есть глупое объяснение¹⁵.

Некоторые экономисты ратовали за «способствующее росту сокращение бюджетных расходов»: рост доверия к государству благодаря возврату к разумному уровню госрасходов, особенно в случае их резкого снижения, перекроет негативные последствия от снижения спроса. В защиту этой точки зрения убедительно высказались Альберто Алесина из Гарвардского университета и Сильвия Арданья из *Goldman Sachs*¹⁶. Пол Кругман, нобелевский лауреат и колумнист *New York Times*, едко высмеял эти рассуждения, назвав их «сказочкой про доверие»¹⁷. Однако с самой серьезной критикой их статьи выступили экономисты МВФ¹⁸. Во-первых, они отметили, что попытка правительства ужесточить бюджетную политику далеко не всегда приводит к снижению структурного дефицита бюджета, а Алесина и Арданья ограничились рассмотрением именно таких случаев. Во-вторых, как утверждают экономисты МВФ, «снижение дефицита бюджета путем значительного сокращения расходов вызывает сжатие экономики, как и всякое сокращение гос-

15. Среди тех экономистов, которые объясняют рецессии исключительно изменениями реальных экономических переменных, выделяются сторонники «теории реальных деловых циклов». См.: http://en.wikipedia.org/wiki/Real_business_cycle_theory.

16. Alberto Alesina and Silvia Ardagna, 'Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending', *Tax Policy and the Economy*, vol. 24, ed. Jeffrey R. Brown (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research).

17. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/03/19/cogan-taylor-and-the-confidence-fairy/>.

18. См.: Jaime Guajardo, Daniel Leigh, and Andrea Pescatori, 'Expansionary Austerity: New International Evidence', International Monetary Fund Working Paper, WP/11/158, July 2011, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11158.pdf>, а также 'Will it Hurt: Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation', ch. 3, *World Economic Outlook*, October 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/c3.pdf>.

расходов в условиях высокого риска дефолта суверена». В-третьих, они замечают, что в рассмотренных Алесиной и Арданья случаях «сокращение частного потребления и инвестиций смягчалось за счет роста чистого экспорта, вызванного обесценением национальной валюты». Таким образом, расширению экономики способствовала отнюдь не жесткая экономия, как это провозглашается, а благоприятные изменения в частном секторе экономики, в основном обусловленные обесценением валюты. Поэтому неудивительно, замечают они, что «этот внешний компенсирующий эффект намного слабее в экономиках с фиксированным валютным курсом»¹⁹.

Затем в 2013 году Роберто Перотти из университета Боккони, первоначально поддерживавший идею о стимулирующих эффектах сдерживающей политики, обнаружил, что в тех четырех случаях, которые чаще всего предъявляют в качестве примера стимулирующего воздействия жесткой экономии, — в Дании (1983–1987 годы), Финляндии (1992–1996 годы), Швеции (1993–1997 годы) и Ирландии (1987–1989 годы) — именно ослабление валюты и рост экспорта компенсировали негативные последствия сокращения государственных расходов²⁰. В отчете МВФ о перспективах мировой экономики за октябрь 2010 года выявлен еще один компенсирующий фактор: снижение процентных ставок. Такие страны, как США, еврозона, Великобритания, даже Япония, слишком велики, чтобы в обозримом будущем рассчитывать на оживление роста посредством экспорта. Более того, в США и Великобритании процентные ставки уже достигли дна. Рассчитывать на эти факторы могут только пострадавшие от кризиса страны еврозоны.

Короче говоря, решение саммита «Большой двадцатки» в июне 2010 года о прекращении государственного

19. Guajardo et al., 'Expansionary Austerity', p. 29.

20. Roberto Perotti, 'Rethinking Macro Policy II', International Monetary Fund, 16–17 April 2013, <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/rp.pdf>. См. также Arjun Jayadev and Mike Konczal, 'The Boom Not The Slump: The Right Time For Austerity', The Roosevelt Institute, 23 August 2010, http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/not_the_time_for_austerity.pdf, и Iyanatul Islam and Anis Chowdhury, 'Revisiting the Evidence on Expansionary Fiscal Austerity: Alesina's Hour?', 28 February 2012, <http://www.voxeu.org/debates/commentaries/revisiting-evidence-expansionary-fiscal-austerity-alesina-s-hour>.

стимулирования для восстановления экономики привело к длительному и глубокому спаду, которого можно было избежать (см. рис. 42 и рис. 3). Еще одним следствием стал выбор в пользу менее предсказуемого инструмента, нетрадиционной денежной политики, и отказа от более предсказуемого, бюджетной политики. Как отмечает Алан Тейлор из Калифорнийского университета в Дэвисе, ВВП Великобритании в 2013 году мог быть на 3% выше, если бы в 2011–2013 годах не были введены меры жесткой экономии²¹.

Интересно задаться вопросом, почему страны, имевшие возможность отложить жесткую экономию или даже на время увеличить дефицит, не воспользовались ею. В США политика жесткой экономии стала итогом вынужденного политического компромисса между республиканцами и демократами. Но в Великобритании это была целенаправленная политика²². Многие действительно считали, что Великобритания набрала слишком много долгов, хотя отношение ее долга к ВВП было ниже, чем в среднем за последние триста лет.

Идея о том, что государственный долг превратился в главную угрозу и что необходимо и разумно перейти к жесткой экономии, нашла подтверждение в работах Кармен Рейнхарт и Кеннета Рогоффа из Гарвардского университета, завоевавших заслуженную славу благодаря книге «На этот раз все будет иначе», посвященной финансовым и бюджетным кризисам. В статье 2010 года они утверждали, что при отношении долга к ВВП больше 90% рост приближается к нулю²³. Томас Херндон, Майкл Эш и Роберт Поллин из Массачусетского университета в Амхерсте выступили с громко прогремевшей критикой²⁴. Они показали, что исходная статья со-

21. Alan Taylor, 'When is the Time for Austerity?', 20 July 2013, *Vox*, <http://www.voxeu.org/article/when-time-austerity>.

22. Полнее эти аргументы развиваются в Martin Wolf, 'How Austerity has Failed', *The New York Review of Books*, vol. LX, no. 12, 11 July–4 August 2013, p. 20–22, <http://www.nybooks.com/articles/archives/2013/jul/11/how-austerity-has-failed/?pagination=false>.

23. Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff, 'Growth in a Time of Debt', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15639, January 2010, www.nber.org.

24. Thomas Herndon, Michael Ash and Robert Pollin, 'Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff', 15 April

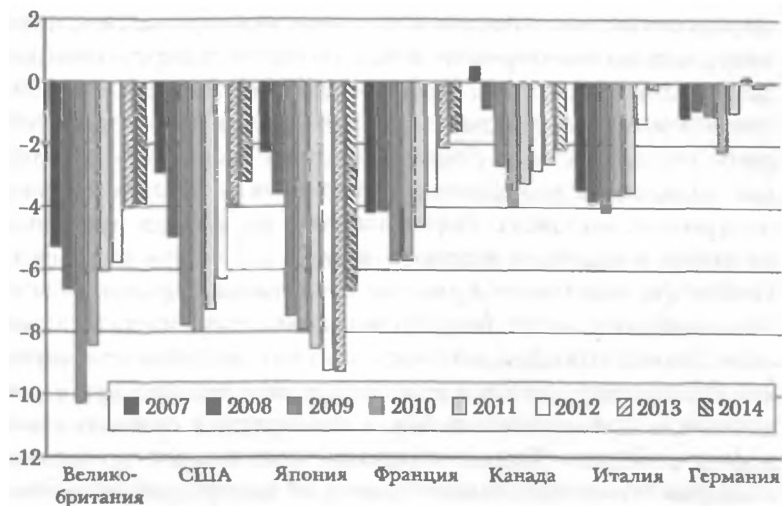


рис. 42. Структурное сальдо бюджета
(в процентах от потенциального ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Database.

держит ошибки в кодировке данных, опускает часть данных и использует некорректные процедуры агрегирования. Проведя исправленные расчеты, они пришли к выводу, что в 1945–2009 годах в развитых странах с отношением долга к ВВП более 90% рост составил в среднем 2,2% в год. Для сравнения, при долге менее 30% ВВП рост составил 4,2% в год, при долге от 30 до 60% — 3,1%, а при долге от 60 до 90% — 3,2%.

Отсюда следует, что более высокий долг действительно связан с более медленным ростом. *Но статистическая связь не доказывает наличие причинной связи.* Очень трудно объяснить слабый рост Великобритании после кризиса высоким государственным долгом. В конце концов, в годы накануне кризиса чистый государственный долг Великобритании был наименьшим в процентах к ВВП за последние триста лет. Значит, увеличение долга после кризиса стало *следствием* медленного роста в этот период. Кроме того, нельзя исключить двусторонней причинно-следственной связи. Но чаще всего именно

финансовые излишества в частном секторе вели к кризису, медленному росту и высокому государственному долгу, а не наоборот. Если мы хотим оценить воздействие крупного государственного долга на экономический рост, нужно в первую очередь выяснить причины появления столько крупного долга. В зависимости от причин высокого бюджетного дефицита и растущего долга издержки жесткой экономии будут разными. После финансового кризиса в частном секторе обычно возникает избыток добровольных сбережений, даже если ставки процента близки к нулю. В таких условиях жесткая экономия способна погрузить экономику в рецессию, и правительству будет еще труднее снизить свой дефицит и долг. Таким образом, стоит вопрос не только о направлении зависимости, но и об издержках от попыток избежать роста госдолга после финансового кризиса.

В отчете МВФ о перспективах мировой экономики за апрель 2013 года говорится, что во время этой рецессии государственные расходы на стимулирование экономики были чрезвычайно низкими в сравнении с предыдущими эпизодами рецессий²⁵. Поэтому не приходится удивляться, что экономика восстанавливается так неуверенно. Лишившиеся доступа к дешевым кредитам страны еврозоны в самом деле не имели другого выбора, кроме как затянуть пояса, поскольку поддержки от партнеров не последовало. Но страны, имевшие достаточное пространство для маневра, такие как США и даже Великобритания, могли — и должны были — пойти другим путем. Но они им не пошли, и поэтому восстановление оказалось слабее, а долгосрочные издержки кризиса — наверняка выше, чем могли бы быть.

Этот взгляд не бесспорен, в особенности если учитывать, что с четвертого квартала 2012 года по четвертый квартал 2013 года британская экономика выросла на 2,8%, а экономика США возобновила рост с середины 2009 года (см. рис. 39 и 40). Рано или поздно экономика, пострадавшая от кризиса, начнет расти. В современной рыночной экономике рост не может прекратиться и навсегда. Поэтому вопрос имеет сослагательное наклоние: привела бы альтернативная политика, в данном случае

25. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2013, Fig. 1.1.2.

менее жесткая бюджетная политика, к более быстрому восстановлению и укреплению экономики в долгосрочном периоде? На вопрос в сослагательном наклонении никогда нельзя дать достоверного ответа. Однако ввиду трех причин можно полагать, что, если бы бюджетная политика была менее жесткой, восстановление было бы сильнее и наступило бы раньше.

Во-первых, восстановление было явно слишком слабым, о чем речь уже шла выше. Так, в США рост экономики все время оставался ниже долгосрочного докризисного тренда. Как следствие, год от года выпуск все больше отклонялся от долгосрочного тренда. Можно, конечно, утверждать, что на большее не хватило сил. Но это утверждение вовсе не самоочевидно, особенно если учитывать, насколько низкими оставались занятость и инвестиции. Скорее всего, некоторая потеря потенциального выпуска была неизбежна, но столь крупные потери требуют досконального объяснения, особенно если речь идет о стране с исключительно низкими краткосрочными и долгосрочными процентными ставками. Если бы США пожелали, они бы точно могли больше занять и больше потратить. Если взять экономику Великобритании, то к началу 2014 года ее уровень выпуска по-прежнему был ниже, чем шестью годами ранее, несмотря на оживление роста в 2013 году. Разумеется, столь безрадостная динамика (самое медленное восстановление за всю историю статистических наблюдений) отчасти обусловлена сокращением добычи нефти в Северном море. Но этим нельзя объяснить, почему экономика с таким трудом набирала обороты. К тому же темпы роста по-прежнему оставались ниже исторического тренда. Кроме того, в Великобритании тоже действовали крайне низкие краткосрочные и долгосрочные процентные ставки, сохранявшиеся вопреки тому, что фактический дефицит бюджета намного превосходил целевое значение, о котором в 2010 году заявило новое коалиционное правительство. Учитывая все эти факты, трудно согласиться, что власти США и Великобритании выбрали лучшую из возможных экономическую политику.

Во-вторых, решение поддерживать экономику бюджетными средствами вплоть до уверенного восста-

новления позволило бы увеличить текущие расходы, в частности инвестиции, за счет будущих, передвинув расходы на тот временной период, когда появятся незадействованные мощности, в первую очередь в строительстве. Перераспределение расходов от одного момента времени, когда они способны вытеснить частную экономическую деятельность, на другой период, когда в них есть наибольшая потребность, — в этом и состоит задача правительства как крупнейшего и обладающего самым длинным жизненным циклом заемщика. Более того, как утверждают Брэдфорд де Лонг и Лоуренс Саммерс (см. выше), используя незадействованные ресурсы сегодня, правительство не просто дарит экономике «бесплатный завтрак», то есть повышает доход сегодня, не вызывая его снижения в будущем. Таким образом, можно добиться улучшения экономического положения на протяжении каждого последующего периода времени, поскольку безработные получают работу, а бизнес может спокойно работать, избежав разорения.

В-третьих, если бы власти проводили активную стимулирующую бюджетную политику вплоть до полного выздоровления экономики, удалось бы снизить требования к денежной политике. Тогда бы не пришлось делать излишний упор на политику, которая, по сути, состоит из манипуляций с ценами активов и поощряет заемщиков делать новые долги. Подобное денежное стимулирование при всей своей эффективности создает зримые угрозы. Более того, хотя остановка нетрадиционной денежной политики, в том числе отказ от раздувания балансов центральных банков и политики «наводящих сигналов», не так опасна, как полагают некоторые критики, она все же может создать определенные проблемы. Более экспансионистская бюджетная политика позволила бы избежать многих крайностей денежной политики.

Исходя из всего вышесказанного, решение ужесточить бюджетную политику после 2010 года представляется совершенно преждевременным и ошибочным. Напротив, стоило усилить бюджетную политику, меньше полагаясь на политику денежную. Конечно, к 2014 году этот спор представлял уже больше исторический интерес. Выбор был сделан.

Ошибка ликвидационистов

До сего момента наше обсуждение строилось на допущении о том, что пострадавшие экономики нуждаются в помощи государства. Вопрос был в том, какую политику предпочесть — денежную, бюджетную или их сочетание. Но специалисты ряда уважаемых организаций утверждали, что лучший способ решить проблемы — одновременно ужесточить как бюджетную, так и денежную политику. В этом ключе постоянно высказывались Банк международных расчетов и Организация экономического сотрудничества и развития. Они призывали к денежному и бюджетному сжатию, даже несмотря на слабый экономический рост, высокую безработицу и низкую инфляцию²⁶. Непонятно, почему такая политика могла казаться правильной, ведь у правительства были все возможности занимать, а инфляция оставалась рекордно низкой. Едва ли они считали Грецию, Ирландию и Испанию примером успеха для всех остальных стран. Но даже в таком случае они должны были сознавать, что успех подобных проблемных стран возможен только при условии стремительного улучшения состояния внешнего счета. Подобный сценарий маловероятен, если ведущие экономики, особенно США, продолжают ограничительную политику. К счастью для американской, британской и прочих экономик, правительства США и Великобритании не слишком внимательно прислушивались к заявлениям о необходимости полномасштабного бюджетного и денежного сжатия, поскольку понимали, что это увеличит риск глубокого спада. Но отчасти они поддались этому давлению, и выбранный вариант политики не принес достаточно быстрого исцеления. Тем не менее они поступили не самым худшим образом, а учитывая напористость сторонников ужесточения, будущие решения могут оказаться еще менее удачными.

26. См.: Paul Krugman, 'Conventional Wisdom', 27 May 2010, *New York Times*, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/05/27/conventional-madness>. См. также: Bank for International Settlements, *83rd BIS Annual Report 2012/2013*, 23 June 2013, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013c.htm>.

Как реструктурировать долг

Поскольку обслуживать нынешний уровень долга обременительно, на повестке дня стоит уменьшение кредитного рычага. Снизить рычаг можно двумя способами: либо путем одновременного реального роста и инфляции, либо путем погашения и реструктуризации долгов. Обычно снижение рычага происходит под действием обоих процессов. Успех стратегии преодоления долга посредством роста зависит от соотношения между ставками процента и темпами роста. Чем ниже ставки и чем быстрее рост, тем лучше. Вот почему сокращение рычага часто осуществляется посредством «финансовой репрессии», то есть сознательного уменьшения стоимости долга за счет падения доходов кредиторов.

Агрессивная денежная политика снижает процентные ставки и повышает номинальные доходы. Поэтому центральные банки были правы, когда опустили краткосрочные процентные ставки почти до нуля. По этим же причинам может оказаться полезна высокая инфляция. Агрессивная бюджетная политика также способствует уменьшению рычага. Она поддерживает рост номинальных доходов, снижает финансовый излишек частного сектора, а также прямо субсидирует реструктуризацию долга.

Часто повторяют: «нельзя выбраться из долгов, набирая новые долги». Но это не верно²⁷. Если мы хотим, чтобы частный сектор расплатился по своим долгам, у него должен образоваться финансовый излишек: те агенты, у которых размер долга избыточен, снизят свои расходы и перейдут в состояние профицита, однако агенты, у которых нет избыточного долга, не начнут массово занимать. (Для Великобритании эта ситуация показана на рис. 43.) Следовательно, в частном секторе в целом образуется излишек, которому должен противостоять дефицит в какой-то другой части экономики, по-

27. По этой теме см.: Martin Wolf, 'The Role of Fiscal Deficits in De-leveraging', 25 July 2012, <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/07/25/getting-out-of-debt-by-adding-debt>.

скольку, по определению, сумма финансовых излишков (разницы между доходами и расходами) по экономике в целом с учетом внешнего сектора должна равняться нулю. Во время кризиса встречный дефицит легче всего создать в секторе правительства. Поэтому, когда доказывают, что создание долга в государственном секторе не ведет к снижению финансового рычага в частном секторе, упускают из виду обновление состава должников. Выпуск нового государственного долга — это способ заместить плохие долги хорошими.

Крайне важно, однако, упорядочить реструктуризацию долга. Правительство может содействовать этому процессу, выдавая субсидии заемщикам или помогая осуществлять конвертацию долга в акционерный капитал, особенно в сфере ипотечных займов. Учитывая поведение многих банков до кризиса, справедливо возложить часть потерь на их акционеров. Американский журналист Роберт Куттнер совершенно прав в своем негодовании: «Те самые финансовые элиты, которые с удовольствием пользуются главой 11 законодательства США о банкротстве, перегруппировывая свои активы и избавляясь от долгов, сетуют против легкомысленности домохозяйств, угодивших в кредитную ловушку, после того как их жилье обесценилось»²⁸.

Вместе с тем США добились определенных успехов в снижении кредитного рычага: долг частного сектора в процентах к ВВП впервые опустился до уровней начала 2000-х годов (см. рис. 5). Достижения объясняются тем, что в США по сравнению с другими странами рост шел быстрее и больше долгов удается погасить или реструктурировать. По мнению *McKinsey Global Institute*, процесс уменьшения рычага проходит через две стандартные фазы. В первой из них задолженность частного сектора снижается, экономический рост слабый, а в государственном секторе наблюдается большой бюджетный дефицит. Во второй фазе происходит снижение долговой нагрузки в государственном секторе. Именно так развивались события в Финляндии и Швеции в 1990-е годы. К концу 2011 года США уже прошли

28. Robert Kuttner, *Debtors' Prison: The Politics of Austerity Versus Possibility* (New York: Alfred A. Knopf, 2013), p. 206.

добрую долю пути, существенно сократив рычаг в частном секторе. Но, как отмечают в *McKinsey Global Institute*, «в Великобритании и Испании рычаг уменьшается медленнее. Отношение долга к ВВП в Великобритании продолжило расти, а долг британских домохозяйств возрос в абсолютном выражении. В Испании домохозяйства почти не уменьшили своего уровня долга, а уровень долга к ВВП испанских корпораций по-прежнему самый высокий в рассматриваемой нами группе из десяти крупнейших стран с самым высоким уровнем дохода. Прежде чем упорядоченный процесс уменьшения долга в Великобритании и Испании завершится, может пройти еще много лет»²⁹.

Короче говоря, чтобы облегчить долговое бремя, нужно целенаправленно стимулировать спрос, сохранять низкие ставки процента, перестроить финансовую систему и реструктурировать или сократить долг за пределами нефинансового сектора. Среди крупных экономик США лучше всего удалось соединить эти элементы, хотя остальные страны медленно, преодолевая преграды, идут по тому же пути.

Разумеется, кредиторы будут выступать против стратегии низких процентных ставок и реструктуризации долга. Однако то, чего им бы хотелось — чтобы все должники платили высокие проценты и в срок, — просто невозможно. Если во время подъема был создан избыточный кредит, который невозможно выплатить, то должно сократиться либо число требований о его уплате, либо проценты, либо и то и другое. Альтернативой ущемлению прав кредиторов является стагнация, а в худшем случае — удручающая перспектива долговой дефляции, о которой писал Ирвинг Фишер в 1933 году³⁰. Поскольку такой альтернативы нужно избежать, реструктурировать долг — это самый естественный и разумный выход.

29. McKinsey Global Institute, *Debt and De-leveraging: Uneven Progress on the Road to Growth*, January 2012, http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth.

30. Irving Fisher, 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica*, vol. 1, no. 4 (October 1933), pp. 337–357, <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>.

Структурные ограничения и вековая стагнация

До сих пор мы обсуждали, как решить проблемы, связанные с потоками и запасами, то есть поддержать спрос и реструктурировать долг. Но многие эксперты уверены, что все эти рассуждения не играют никакой роли. Они считают, что устойчивому восстановлению экономики препятствуют непреодолимые структурные преграды³¹. Они включают замедление, если не обвал, тренда экономического роста, а также структурную нехватку спроса.

Замедление роста

Можно не сомневаться, что в будущем фундаментальные темпы экономического роста в странах с высоким доходом будут ниже. Главная причина демографическая: население стареет. В течение следующих сорока лет доля населения в трудоспособном возрасте существенно снизится, а доля населения старше шестидесяти пяти лет значительно поднимется. Например, в США, по прогнозам ООН, доля населения в возрасте от двадцати до шестидесяти четырех лет упадет с 60% в 2010 году до 54% в 2050 году, тогда как доля населения старше шестидесяти пяти лет вырастет с 13 до 21%. Там, где старение происходит стремительней, чем в США, например, в Германии, доля населения в возрасте от двадцати до шестидесяти четырех лет упадет с 61% в 2010 году до 50% в 2050 году, а доля населения старше шестидесяти пяти лет вырастет с 20 до 31%. В Японии прогнозируются еще более резкие изменения: к 2050 году доля населения в возрасте от двадцати до шестидесяти четырех лет снизится до 47%³². Даже если допустить значительное повышение пенсионного возраста, что вполне

31. Похожая точка зрения высказана в книге Стивена Кинга, главного экономиста HSBC: Stephen King, *When the Money Runs Out: The End of Western Affluence* (New Haven and London: Yale University Press, 2013).

32. См.: Robert Arnott and Denis Chaves, 'A New "New Normal" in Demography and Economic Growth', 27 August 2013, http://www.indexuniverse.com/docs/magazine/2/2013_229.pdf.

ожидаемо, влияние демографических процессов на экономический рост очевидно: снижение численности населения во многих странах снизит абсолютную величину трудовых ресурсов; кроме того, в составе трудоспособного населения снизится доля молодежи, гибкой и готовой к инновациям. К этому нужно добавить, что в течение следующих нескольких десятилетий, скорее всего, вырастут государственные расходы на здравоохранение и пенсионное обеспечение, если не произойдет технических улучшений в сфере медицины или остальная часть населения не откажется платить взносы³³.

Если рабочая сила замедлит свой рост или даже сократится, то, при прочих равных, рост затормозится. Однако второй фактор экономического роста — повышение производительности — влияет на долгосрочные темпы роста еще сильнее, чем демография. Кроме того, это важнейший фактор, определяющий уровень дохода на душу населения.

Никто не знает, что будет с производительностью через несколько десятилетий, но ряд специалистов считает, что ее рост замедлится, и они приводят в свою защиту несколько резонных доводов. Среди сторонников этой точки зрения Роберт Гордон из Северо-Западного университета и Тайлер Коуэн из университета Джорджа Мэйсона³⁴. Важная причина грядущего замедления инноваций заключается в том, что ресурс для них во многом исчерпан: население стран с высоким доходом уже достаточно образованно и в основном переселилось в города; наиболее доступные для экономической эксплуатации природные ресурсы уже задействованы; люди уже искушены многими инновациями, способными преобразить повседневную жизнь и экономику, такими как водоснабжение, канализация, вакцинация, электричество, товары химической и фармацевтической промышленности, двигатель внутреннего сгорания, гра-

33. См.: International Monetary Fund, *Fiscal Adjustment in an Uncertain World*, *Fiscal Monitor*, April 2013, Fig. 2, p. 6.

34. См.: Robert Gordon, 'Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18315, August 2012, www.nber.org; Tyler Cowen, *The Great Stagnation: How America Ate All the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better* (London: Dutton/Penguin, 2011).

жданская авиация, телефония, вычислительная техника и интернет. Хотя никто не знает, что нас ждет в будущем, превзойти эти достижения будет нелегко. И все-таки следует отметить, что этот довольно пессимистический взгляд разделяют далеко не все. Эрик Брайнджолфсон и Эндрю Макафи из Массачусетского технологического института, напротив, не только считают, что в последнее время рост производительности недооценивался общепринятой статистикой из-за несовершенств в учете выпуска, но и уверены, что в будущем нас ждет эпоха ускоряющегося технического прогресса, когда машины с искусственным интеллектом и «большие данные» изменят нашу экономику и быт³⁵. Пока же с уверенностью можно говорить только одно — мы не знаем, насколько поднимут в будущем новые технологии нашу производительность, хотя если они внесут тот динамизм, на который некоторые надеются, то это еще больше усилит неравенство в оплате труда и доходах между теми, кто владеет цифровыми технологиями, и теми, кому они недоступны.

Если свести все сказанное воедино, то в будущем темпы роста в странах с высоким доходом могут быть существенно ниже, чем в течение десятилетий перед 2007 годом, и тем более ниже, чем во время потрясавшего благополучного периода с 1945 по 1975 год, *les trentes glorieuses*³⁶, как называют эти тридцать лет экономического подъема французы. Это приведет ко многим осложнениям: борьба за распределение дохода обострится, а политическая стабильность будет более шаткой; могущество стран с высоким доходом ослабнет; правительствам будет все труднее справляться с финансами, а получатели государственной помощи, особенно пожилое поколение, столкнутся с уменьшением располагаемых ресурсов. Принимая все это во внимание, еще важнее вернуть экономику на уровень потенциального выпуска как можно скорее, а после этого приняться за стиму-

35. Erik Brynjolfsson and Andrew McAfee, *The Second Machine Age: Work, Progress and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies* (New York and London: W.W. Norton, 2014); Erik Brynjolfsson and Andrew McAfee, *Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Employment and the Economy* (Lexington, MA: Digital Frontier Press, 2011).

36. «славное тридцатилетие». — Примеч. пер.

лирование экономического роста. Подобная политика по необходимости будет нестандартной. Ее главной задачей будет поддержка научных исследований и рискованного инновационного предпринимательства³⁷. Страны с высоким доходом не могут позволить себе годы, а то и десятилетия бессмысленной стагнации, обусловленной нехваткой спроса.

Слабость спроса

У довода о структурных ограничениях экономики есть вторая составляющая: речь идет о долгосрочном снижении спроса. При угнетенном спросе политика правительств и центральных банков по накачке экономики деньгами ничего не даст, поскольку сразу после остановки финансирования экономика вернется в состояние спада. Подобная точка зрения соответствует выводам главы 5, где рассмотрены долгосрочные причины, которые заставляли денежные органы развитых стран стимулировать спрос посредством агрессивной денежной политики и заведомо избыточного кредитования, опасность которых особенно очевидна после азиатского финансового кризиса и краха биржевого пузыря конца 1990-х годов. Обосновывая наступление вековой стагнации, Лоуренс Саммерс указывает на то, что за последнее десятилетие произошло структурное ослабление спроса³⁸. Книга Дэниэла Алперта «Эпоха перепроизводства» в общем говорит о том же³⁹. Главное эмпирическое свидетельство, которое приводит Саммерс, — стремительный рост кредита и высокие цены на активы при низких темпах роста даже до начала кризиса.

Первое объяснение структурного дефицита спроса в частном секторе в отсутствие избыточного кредитования — рост неравенства. Ряд авторов с самыми разными политическими пристрастиями проводят прямую

37. См.: Mariana Mazzucato, *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs Private Myths in Risk and Innovation* (London: Anthem Press, 2013).

38. См.: Lawrence Summers, 'Why Stagnation Might Prove to be the New Normal', 15 December 2013, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/2/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabdco.html>.

39. Daniel Alpert, *The Age of Oversupply: Overcoming the Greatest Challenge to the Global Economy* (New York and London: Portfolio Penguin, 2013).

связь между уровнем неравенства, структурной нехваткой спроса и кредитными бумагами⁴⁰.

Например, нобелевский лауреат Джозеф Стиглиц из Колумбийского университета утверждает: «Проблему безработицы можно объяснить недостаточным совокупным спросом (спросом на товары и услуги, производимые в экономике, со стороны потребителей, фирм, правительства и экспортеров); в некотором смысле нехватка совокупного спроса в США полностью определяется чрезвычайным уровнем неравенства»⁴¹. Схожую мысль высказывает Джеймс К. Гэлбрейт из Техасского университета в Остине: «Если мы посмотрим на богатые страны, такие как США, то увидим, что начиная с 1980-х годов функционирование экономики подчинено кредитному циклу; смена финансовых подъемов и крахов определяет динамику занятости, и, таким образом, экономическое процветание тесно связывается с ростом неравенства по доходам»⁴².

Наконец, вот что пишет Рагурам Раджан, нынешний глава Резервного банка Индии:

Осознав потребность в новом источнике роста, американские власти — сначала Картер на позднем этапе своего президентства, а затем Рейган — провели дерегулирование промышленности, а также финансового сектора по образцу реформ Маргарет Тэтчер в Великобритании. Это привело к существенному усилению конкуренции и инноваций в названных странах. Благодаря росту конкуренции, более свободной торговле и внедрению новых технологий возрос спрос на труд высококвалифицированных, талантливых и образованных работников, занятых в таких творческих сферах, как консалтинг, а следом возросли и их доходы. Более рутинная, некогда хорошо оплачиваемая работа, выполнявшаяся либо неквалифицированными, либо не получившими полного образования работниками, была автоматизирована и отдана на аутсорсинг. Поэтому неравенство доходов было в первую очередь обусловлено не тем, что политики потворствовали богачам, а тем, что освобожденная от регулирования экономика давала образованным слоям преимущество, и они сумели им воспользоваться.

40. Также см. разбор этого вопроса в гл. 5.

41. Joseph E. Stiglitz, *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers our Future* (New York and London: Norton, 2012), p. 85.

42. James K. Galbraith, *Inequality and Instability: A Study of the World Economy just before the Great Crisis* (Oxford and New York: Oxford University Press, 2012), p. 290.

Стремясь облегчить участь отстающих, власти выбрали недалёковидный способ — упростить доступ к кредиту. Не испытывая пристальной опеки со стороны регулирующих и надзорных органов, которые чаще всего полагали, что в нашем идеальном мире частные стимулы работают идеально, финансовая система в изобилии снабжала заемщиков из низшего среднего класса рискованными кредитами, а сделать это при крайне низких процентных ставках было проще некуда⁴³.

Весьма примечательно, к сколь похожим выводам приходят представители столь различных политических лагерей: либерализация, в частности финансового сектора, привела к росту неравенства. Это повлекло структурную нехватку спроса (а еще принесло разочарование большому числу людей, испытавших прекращение роста либо снижение своего реального дохода), но на время ее удалось замаскировать легкой доступностью кредита. После обвала кредитования место частных должников в качестве заемщика и потребителя последней инстанции заняло правительство. Однако единственным способом восстановить частный спрос оказалась сверхмягкая денежная политика, что привело к описанным выше неблагоприятным долгосрочным последствиям. Эта картина внутренних экономических процессов хорошо дополняет анализ внешних диспропорций, изложенный в главе 5 (также см. ниже). Она позволяет понять, почему то депрессивное воздействие, которое оказывали внешние дисбалансы на спрос, было так трудно сгладить.

В книге «Цена цивилизации» Джеффри Сакс из Колумбийского университета доказывает, что кризис — это следствие нравственного упадка американской элиты⁴⁴. Рост неравенства, неэффективное и не пользующееся поддержкой правительство, вырвавшийся из-под контроля финансовый сектор, а также ухудшение внешней конкурентоспособности — все это, по его мнению, симптомы более глубокого общественного и этического

43. Raghuram Rajan, 'A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy after the Crisis', Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlement, 23 June 2013, <http://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.pdf>, p. 3–4.

44. См. Jeffrey D. Sachs, *The Price of Civilization: Reawakening American Virtue and Prosperity* (New York: Random House, 2011); Сакс Джеффри, *Цена цивилизации* (Москва: Издательство Института Гайдара, 2012).

недуга. Наращивание краткосрочного спроса не принесет Соединенным Штатам долгосрочного процветания, в котором они нуждаются. Это бесспорно. Однако это не мешает нам рассматривать подобную политику не в качестве законченного решения, а в качестве средства перейти к новому видению экономики или, по крайней мере, в качестве лучшего варианта из худших. Нельзя разрешить трудности, стоящие перед США, возвращая экономику к полной занятости методами стимулирования, однако это действенное обезболивающее. Нельзя, чтобы лучшее становилось врагом хорошего.

Эндрю Смитерс из лондонской компании *Smithers & Co.* указывает на еще одно структурное ограничение. В книге «Дорога к восстановлению» он утверждает, что корпоративная практика выплаты бонусов искажает действия управляющих, приводя, особенно в англоговорящих странах, к разорительным последствиям⁴⁵. Прежде всего, она сводит задачу управляющего к тому, как в краткосрочном периоде увеличить объявленную прибыль и стоимость акций компании, ведь управляющие, как правило, не задерживаются на одном месте слишком долго. Их задача — заработать как можно больше денег и как можно скорее. Для этого они не только вкладывают прибыль компании в покупку собственных акций, но и берут кредиты для финансирования подобного обратного выкупа. В результате растут кредитная нагрузка предприятия и его финансовая уязвимость, снижаются инвестиции и вероятность прибыли в долгосрочной перспективе. Особенно болезненно это чувствуется в тех сферах, где нужны терпеливость и долгий горизонт инвестирования, например, на крупных предприятиях обрабатывающей промышленности. Один из результатов подобного поведения очень важен с макроэкономической точки зрения: в корпоративном секторе образуются финансовые излишки (превышение нераспределенной прибыли над инвестициями), особенно заметные в США и Великобритании.

Если экономика здорова, сектор корпораций должен выступать чистым реципиентом сбережений из осталь-

45. См.: Andrew Smithers, *The Road to Recovery: How and Why Economic Policy Must Change* (London: Wiley, 1013), особенно главу 3.

ной экономики. В конце концов, именно он осуществляет почти все инвестиции, кроме вложений в человеческий капитал. Если сектор корпораций извлекает прибыли, но не инвестирует, то создает экономическим властям хлопоты двоякого рода: во-первых, страдает экономический рост; во-вторых, излишек сбережений в секторе корпораций необходимо уравновесить дополнительными расходами в какой-то другой части экономики, чтобы избыток сбережений не превратился в депрессию. Пока не наступил кризис, излишек сбережений направлялся на строительство жилья, а также на потребление домохозяйств и государства. Затем, когда цены на жилье упали и особенно после начала финансового кризиса, все бремя поддержания необходимого уровня расходов досталось правительству. В том, что после кризиса возник огромный дефицит бюджета, не было ничего необычного: он был предсказуем, и его предсказали те, кто разбирался в системе национальных счетов.

Теперь мы подошли к еще одному структурному ограничению, о котором подробно говорилось в главе 5, — внешнему сектору. Если сектор корпораций располагает финансовым излишком, остальные сектора должны иметь дефицит. Но что будет, если внешнему сектору тоже присущ структурный излишек, а так дело обстоит и у США, и у Великобритании (см. рис. 33 и 43)? Даже в острой фазе рецессии обе страны сохраняли дефицит текущего счета, то есть выступали чистыми получателями сбережений от остального мира. Для этого есть две взаимосвязанные причины: располагая излишком сбережений, иностранные государства направляют его в страны — импортеры капитала (см. главу 5); в то же самое время, занижая реальный валютный курс, они поддерживают свои экспортные отрасли и ограничивают конкуренцию со стороны стран — импортеров капитала⁴⁶.

В странах, имеющих структурный дефицит текущего счета, внутренний спрос должен превышать доход, чтобы компенсировать ту часть спроса, которая направляется на потребление товаров и услуг произведенных.

46. Это лейтмотив книги Майкла Петти: Michael Pettis, *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road ahead for the World Economy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013).

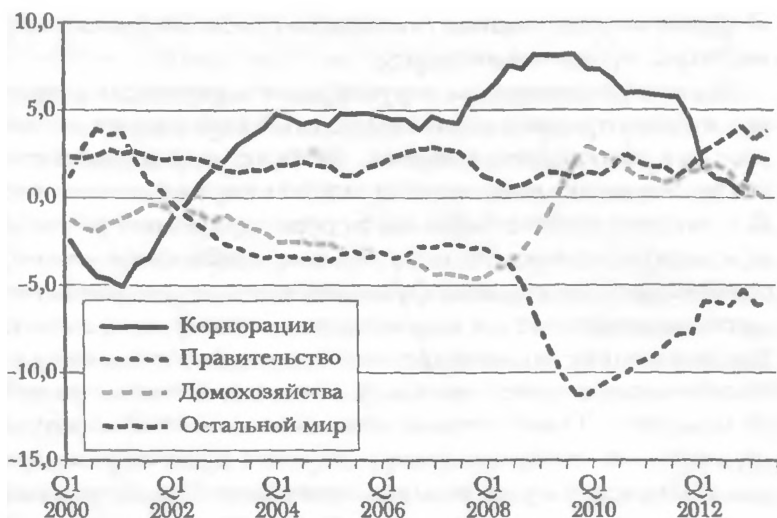


РИС. 43. Чистое кредитование по секторам экономики Великобритании (скользящее среднее за четыре квартала, в процентах от ВВП)

Источник: Office for National Statistics.

Если и во внешнем секторе, и в секторе корпораций присутствует структурный (очищенный от циклической составляющей) финансовый излишек, то есть излишек, который возник бы при выпуске, близком к уровню «полной занятости», остальные сектора должны иметь дефицит. До кризиса дефицит в США и Великобритании совместно обеспечивали домохозяйства и правительство. С момента кризиса эта задача целиком перешла к правительству.

Итак, что произойдет, если правительство тоже попытается избавиться от бюджетного дефицита? Чтобы этот процесс не помешал высокой экономической активности, он должен оказывать стимулирующий эффект. Для этого *должно* выполняться хотя бы одно из трех условий: разрыв между расходами и доходами должен образоваться в секторе домохозяйств, а это неизбежно означает очередной кредитный бум; дефицит должен вырасти в секторе корпораций — в результате всплеска инвестиций; должен образоваться структурный профицит текущего счета или платежного баланса, обусловленный устойчивым ростом конкурентоспособности.

Первый из этих вариантов нежелателен. Остаются инвестиции и чистый экспорт.

Те, кто указывают на структурные ограничения, правы: чтобы упрочить инвестиционный спрос или чистый экспорт, потребуется время. Можно поразмышлять, какие меры экономической политики могут помочь. К примеру, можно было бы перераспределить доходы между домохозяйствами, чтобы тем самым существенно ослабить опосредующую функцию кредита, перемещающего средства от тех, у кого они есть, к тем, у кого их нет. Но, поскольку во многом это посредничество кредита связывает старое и молодое поколения, он все равно не исчезнет. Также можно изменить налогообложение корпораций, чтобы усилить стимулы к инвестированию и ослабить стимулы к заимствованию. Но насколько ощутимые результаты это даст, вопрос открытый. Также можно порассуждать об изменении реального обменного курса, способного вызвать желаемый рост конкурентоспособности. Но в одиночку ни одна страна не может воплотить эти изменения, по крайней мере, если она не ограничивает трансграничное движение капитала и признает в качестве цели денежной политики ценовую стабильность. Это тем более справедливо в отношении страны, выпускающей резервную валюту: такая страна тоже лишена контроля над обменным курсом.

Эти соображения подводят нас к одному из главных вопросов настоящей книги, в частности главы 5: как восстановить баланс на глобальном уровне.

Всемирная реформа

Один способ выбраться из ловушки спроса — восстановить баланс на глобальном уровне. По всей видимости, страны с высоким доходом более не способны поглощать сбережения в таком количестве, в котором их может производить частный сектор, когда экономика близка к полной загрузке мощностей и нет избыточного роста кредитования⁴⁷. Этим обусловлены хронически низкий

47. Уровень полной занятости чрезвычайно трудно измерить. Однако данные об инфляции в основных странах с высоким доходом свидетельствуют,

уровень деловой активности и низкие реальные процентные ставки. Вызвано ли такое положение неотвратимым ходом вещей или же ростом неравенства и ошибками корпоративного управления, неясно — возможно, имеет место и то и другое. Условие избытка сбережений в частном секторе по-прежнему в силе. А раз избыточные сбережения не идут на покрытие бюджетного дефицита (о котором речь пойдет в следующем разделе), то остаются два способа от них избавиться — депрессия или экспорт. Если говорить коротко, все страны с высоким доходом должны будут действовать как Германия, а остальная часть мировой экономики — превратиться в крупного чистого импортера капитала.

Разберемся в этом вопросе подробнее, обратившись к простому численному примеру. Предположим, что частный сектор стран с высоким доходом намерен накопить финансовый излишек, то есть разницу между доходами и расходами, в размере 4% ВВП и что дело происходит в обычных экономических условиях (то есть в отсутствие бума кредитования и при относительно постоянных ценах на активы). Также предположим, что эти страны стремятся вернуться к обычному уровню государственного долга от относительно высокого уровня последних лет. Если допустить, что реальный экономический рост равен 1–2% в год (ниже в Европе и Японии и выше в США по причинам преимущественно демографического характера) и инфляция тоже составляет около 2%, то рост номинального ВВП составит 3–4% в год. Если стоит задача вернуть отношение государственного долга, скажем, к 50% ВВП, то очищенный от циклической составляющей дефицит бюджета должен равняться 1,5–2% ВВП. Для этого совокупный очищенный от циклической составляющей излишек по внешним операциям (дефицит по счету капитала) в странах с высоким доходом должен составлять 2–2,5% ВВП.

что даже в начале 2014 года существовала возможность для расширения спроса и выпуска без риска повышения инфляции. Эти же данные свидетельствуют, что текущие уровни безработицы выше, чем NAIRU (уровень безработицы, не вызывающий ускорения инфляции). Скорее всего, если бы центральные банки не привязали инфляционные ожидания к своему целевому уровню инфляции, ее темпы были бы еще ниже.

Именно к такому состоянию с горем пополам движется еврозона под руководством Германии, хотя в данном случае внешний финансовый излишек достигается при условии поддержания выпуска на уровне ниже, чем потенциальный выпуск (см. рис. 34). Но если планы Германии по снижению внутреннего спроса в еврозоне увенчаются успехом, то именно такое развитие событий наиболее вероятно. Между тем Япония пошла по пути так называемой абэномики, проводя намного более мягкую денежную политику и существенно обесценив свою валюту. Второе, правда, прямо не провозглашается в качестве цели: разве можно, чтобы уважаемая страна первого мира опустилась до такой политики «разорения соседа». Но если посмотреть, насколько велик в Японии структурный финансовый излишек в секторе корпораций (около 10% ВВП) и насколько сильно желание сократить бюджетный дефицит, то ясно, что потребуются большой профицит текущего счета. Обеспечить его можно за счет снижения валютного курса. Такие же сдвиги должны произойти в США и Великобритании, если стоит задача существенно сократить бюджетный дефицит, не создавая новых кредитных пузырей. Конечно, появление нового кредитного пузыря более вероятно. Но ведь мы же говорим о гипотетическом мире.

Вместе страны с высоким доходом производят немногим более 60% мирового ВВП (в рыночных ценах) и в настоящее время близки к состоянию сбалансированного внешнего счета. Но здесь сказывается угнетенное состояние экономики. Если бы страны с высоким доходом находились в состоянии полной занятости экономики, то их дефицит текущего счета составил бы 2% совокупного ВВП. Таким образом, их общий профицит текущего счета должен был бы возрасти на 4–4,5% от потенциального (то есть соответствующего полной занятости) ВВП, чтобы бюджетный дефицит опустился до желаемых 1,5–2% ВВП. Вспомним, что сумма финансовых излишков в экономике должна равняться нулю. Если бы излишек частного сектора составил 4% ВВП, дефицит государственного бюджета — 1,5–2% ВВП, то внешний платежный баланс (то есть ввоз сбережений из-за рубежа) составил бы минус 2–2,5% ВВП. Это равносильно профициту текущего счета в 2–2,5% ВВП, поскольку

рассматриваемые страны должны были бы экспортировать избыточные сбережения, а не импортировать их. Такой внешний излишек необходим, чтобы страны с высоким доходом могли сбалансировать свой спрос и предложение при положительных реальных процентных ставках и занятости, близкой к полной, не прибегая при этом к неустойчивому раздуванию кредита и пузырям на рынках активов.

Если в странах с высоким доходом текущий счет увеличится на 4–4,5% от ВВП и структурный финансовый излишек достигнет 2–2,5% совокупного ВВП, сальдо текущего счета в остальном мире должно будет сократиться на 6–6,75% ВВП, а дефицит текущего счета должен будет составить 3–3,75% ВВП. Будь этот прирост дефицита распределен равномерно между странами, проблем бы не было, особенно если учесть, что «остальной мир» — лучшее место для размещения инвестиций. Но едва ли распределение будет равномерным. Скорее всего, в небольшом числе формирующихся экономик дефицит текущего счета достигнет очень больших значений, а внешний долг начнет стремительно расти. Но и опыт, и научные исследования подсказывают, что накопление большого внешнего долга, особенно денонинированного в иностранной валюте, — предвестник надвигающейся бури⁴⁸. Поэтому вполне естественно и разумно, что экономики с формирующимся рынком и развивающиеся страны не будут гореть желанием экспериментировать с большими внешними дефицитами лишь для того, чтобы немного облегчить жизнь странам с высоким доходом.

В конце концов, почему они должны подвергать себя такому риску? Ответить на этот риторический вопрос можно, если допустить, что благодаря доступным иностранным сбережениям развивающиеся страны смогли бы больше инвестировать и потреблять, повышая благосостояние населения. Но результат будет только в том случае, если приток капитала находит грамотное применение, а потенциальные реципиенты ввозимого

48. См.: Luis A. V. Catão and Gian Maria Milesi-Feretti, 'External Liabilities and Crisis Risk', 4 September 2013, <http://www.voxeu.org/article/external-liabilities-and-crisis-risk>.

капитала надежно защищены от рисков, в частности, от внезапного разворота в движении капитала. Ни один здравомыслящий экономист сегодня, когда за плечами столь богатый негативный опыт, не станет советовать этим странам просто распахнуть свой счет капитала перед остальным миром и закрыть глаза на те опасности, которые рождает его избыточный ввоз: пузыри на рынке кредита и активов, искажение структуры производства, в частности снижение стимулов для производителей экспортируемых товаров и услуг, острые финансовые и экономические кризисы.

Нет оснований ожидать быстрой перестройки глобального платежного баланса и превращения стран с высоким доходом в крупных экспортеров капитала. Страны, имеющие внешний профицит, не хотят от него отказываться. Как отмечалось в главе 5, правительства ряда ключевых стран слишком тесно связали свою экономику с выгодным экспортом и охотно вмешивались в работу валютного рынка, стремясь укрепить свои позиции. Германия в этом не особо нуждается: она вольготно расположилась в еврозоне в окружении стран, к настоящему моменту более или менее утративших свою конкурентоспособность (к этому вопросу мы обратимся в главе 9). Но страны Восточной Азии привыкли вмешиваться в валютный рынок, чтобы укрепить свою конкурентоспособность. В теории эту ситуацию должен был исправить механизм «взаимной оценки», учрежденный на саммите «Большой двадцатки» 2009 года в Питтсбурге⁴⁹. Китай, главный сторонник валютных интервенций, действительно допустил значительный рост реального курса своей валюты. Но он может передумать, если экономика продолжит резко замедляться. В общем, не стоит ожидать, что политика, а с нею и глобальные дисбалансы вдруг кардинально переменятся (см. рис. 32).

Что же нужно, чтобы создать хотя бы возможность для того, чтобы мощный поток сбережений устремился из богатых стран в бедные? Для этого нужно изменить экономическую политику в нескольких отношениях.

49. International Monetary Fund, 'The G20 Mutual Assessment Process (MAP)', <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/g2omap.htm>.

Во-первых, следует поощрять движение наименее рискованных финансовых потоков. Наиболее производительная и наименее рискованная форма финансовых операций — прямые иностранные инвестиции и, в несколько меньшей мере, приобретение акций. Нужно выявлять и устранять все преграды, лежащие на пути такого рода потоков, улучшая защиту собственности в странах с формирующимся рынком. Но можно также рассмотреть и другие, более изощренные формы долгового или квазидолгового финансирования, например облигации, индексированные на темпы роста ВВП, или облигации, которые меняют условия погашения автоматически при наступлении заранее оговоренных событий. Учреждения вроде Всемирного банка и региональных банков должны стремиться создавать и внедрять на рынок подобные инновационные формы финансирования. Сейчас уже действуют развитые рынки облигаций, деноминированных в местных валютах, которыми можно заменить более рискованные облигации в иностранной валюте. В этом направлении нужно двигаться дальше, изобретая новые виды инструментов. Наконец, нужно регламентировать действия в случае несостоятельности не только для государственного, но и для частного сектора в развивающихся странах и странах с формирующимся рынком.

Во-вторых, нужно упрочить страховую защиту. Огромные резервы, накапливаемые в формирующихся и развивающихся экономиках, отчасти служат подстраховкой. Но это пустая трата ресурсов: население этих стран в поте лица трудится, добывая доллары, которые ФРС печатает безо всякого труда. Но слишком много страховой защиты не бывает. Те, кто имел резервы, вышли из кризиса 2008–2009 годов почти невредимыми. Возможно, некоторые формирующиеся экономики решат, что накопили уже достаточно резервов. Вместо того чтобы держать столь обширные резервы, можно расширить ресурсы Международного валютного фонда, который мог бы выдавать больше безусловной помощи. Это означает, что у него должно быть больше средств, а голоса их потенциальных получателей должны иметь больший вес. У формирующихся и развивающихся экономик есть альтернативный путь — идти дальше к объединению своих ресурсов.

В-третьих, нужно создать глобальные деньги. Самое радикальное решение — ввести глобальный резервный актив. Это предложение недавно было озвучено в докладе комиссии экспертов при Генеральном секретаре ООН:

Идея о международной резервной валюте, эмитируемой наднациональным банком, не нова. Эту неудобную для многих тему семьдесят пять лет назад поднял Джон Мейнард Кейнс в своем «Трактате о деньгах», вышедшем в 1930 году, и придал ей более заверченный вид в Бреттон-Вудсе, предложив создать международный клиринговый союз. Сегодня есть несколько альтернативных проектов, как должна выглядеть мировая резервная валюта, как следует управлять новой системой, как размещать выпуск новой валюты и как осуществить переход к ней. Чтобы международное сообщество определилось с выбором конкретного плана, потребуется широкое международное обсуждение. Однако время этой идеи пришло⁵⁰.

Не стоит даже и говорить, что США будут против этой идеи. Но вовсе не очевидно, что США так уж выгодно быть поставщиком резервной валюты. Недавний кризис говорит об обратном — эта роль доллара наносит большой урон американской финансовой стабильности. Похоже, что в будущем китайское правительство захочет схожей роли для юаня. И у него есть на то все основания. Может быть, сейчас открывается возможность для создания денежного режима наподобие того, о котором размышлял Кейнс. Как минимум, стало ясно, что мировые финансы, устроенные по принципу плавающих фиатных валют, одна из которых резервная, крайне неустойчивы. После 1997 года формирующиеся и развивающиеся экономики, опираясь на собственный опыт, резко изменили свою политику (об этом рассказывалось в главе 5). Теперь от денежной и финансовой системы пострадали те, кто был ее самым ревностным сторонником. Систему пора менять. Если этого не сделать,

50. См.: *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, United Nations Conference on the World Financial and Economic Crisis and its Impact upon Development, 24–26 June 2009, New York, <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financialcrisis/PreliminaryReport210509.pdf>, p. 93.

нас ждет настоящая, не «странная» война валют, в которой страны будут бороться за долю хронически слабого глобального спроса.

Денежное финансирование бюджета

Но представим себе, что страны с высоким доходом, пострадавшие от кризиса, не смогут уравновесить сокращение бюджетного дефицита наиболее приемлемым способом, а именно повысив инвестиции и чистый экспорт. Это не значит, что недостаток спроса, существующий с 1990-х годов, в принципе непреодолим. Но поскольку наше положение не позволяет пойти на очередной кредитный бум, особенно если он будет протекать в форме избыточного рычага у домохозяйств, нам нужно обратиться к радикальным решениям.

Но прежде чем во всех подробностях обсудить такое решение, давайте рассмотрим другую, еще более радикальную возможность, которая объединяет выводы, следующие из анализа структурных факторов финансового сальдо в частном секторе и обсуждения «Чикагского плана», приведенных в главах 6 и 7, а также выводы, которые мы сделали, сравнивая преимущества бюджетного и денежного стимулирования ранее в настоящей главе. Если нужно сделать выбор между двумя способами создания денег — как побочный продукт безответственного частного кредитования, как это было в США и Европе в 2000-е годы, или как побочный продукт государственных расходов, то второе предпочтительней. По сути, именно об этом со всей правотой, обстоятельностью и убедительностью говорил Эдэр Тернер, бывший председатель ныне упраздненного Управления по финансовому надзору и регулированию Великобритании в известном выступлении начала 2013 года⁵¹.

По замечанию лорда Тернера, даже сам Милтон Фридман соглашался «в своей статье 1948 года не толь-

51. Adair Turner, 'Debt, Money and Mephistopheles: How do we Get out of this Mess?', Cass Business School, 6 February 2013, <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0206-at.pdf>.

ко с тем, что иногда правительство может покрывать дефицит, печатая фиатные деньги, но с тем, что оно всегда должно так поступать, никогда не прибегая к долговому финансированию»⁵². Вместо того чтобы оставлять частному сектору право выпускать большую часть денег в экономике в качестве побочного продукта кредитных решений — зачастую низкого качества, — отдайте это право государству и позвольте ему самому решать, как им пользоваться. В пользу подобной политики в периоды кризисов призывали и другие экономисты, в том числе Кейнс, предлагавший, как известно, платить людям за то, чтобы они выкапывали из земли бутылки с деньгами, и Бен Бернанке применительно к вариантам политики Японии в начале 2000-х годов⁵³.

Так мы сможем решить любую долгосрочную проблему структурной нехватки спроса. Вместо того чтобы выбирать между бумом кредитования в частном секторе, способным на время вернуть экономику в состояние полной занятости, и почти постоянным спадом, давайте позволим правительству использовать его способность создавать деньги — ведь такое решение уже заложено в систему плавающих валютных курсов. С этим согласились бы не только представители чикагской школы. То же самое советуют и сторонники «современной денежной теории» (см. главу 6).

В то же время контроль над эмиссией сохранит центральный банк, который будет создавать деньги в количестве, не вызывающем инфляции. Если дефицит бюджета превысит объем выпуска денег центральным банком, правительству придется занимать. Цель, однако, в том, чтобы расширение денежной массы, осуществляемое центральным банком, заняло более или менее постоянное место среди активов коммерческих банков. Как следствие, требования к банковским резервам также придется поменять.

52. Adair Turner, 'Debt, Money and Mephistopheles: How do we Get out of this Mess?', Cass Business School, 6 February 2013, <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0206-at.pdf>, p. 3.

53. Ben Bernanke, 'Some Thoughts on Monetary Policy in Japan', 31 May 2003, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531>. The suggestion by John Maynard Keynes comes from *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London: Macmillan, 1936), Bk. 3, ch. 10, p. 129.

Пора действовать

Кризис стал переломным моментом. Политические и финансовые круги делают вид, что скоро все придет в норму, избегают серьезных изменений в регулировании и решают проблемы за счет ни в чем не виноватых граждан, страдающих от сокращения государственных расходов. Но так дело не пойдет. Есть все основания полагать, что в будущем рост замедлится. В результате добиться экономической сбалансированности будет еще труднее. Однако по-настоящему серьезная проблема состоит в том, что экономические власти допустили слишком большой урон от кризиса в краткосрочной и среднесрочной перспективе и не обеспечили переход к устойчивой экономике в долгосрочной перспективе. Они слишком быстро свернули стимулирование, особенно бюджетное. Еще важнее, что они не смогли преодолеть долгосрочные ограничения, мешающие сбалансированности экономики на национальном и мировом уровнях.

Стоит только задуматься над этими вопросами и станет ясно, что необходимые изменения крайне труднодостижимы. Похоже, мы попали в зависимость от повторяющихся бумов кредитования. Нужно проанализировать различные варианты, как сбалансировать спрос и потенциальное предложение. Один из таких вариантов — радикальная реформа денежной системы на национальном и глобальном уровнях. Это не преувеличение — мировая система плавающих фиатных валют, где деньги создаются вместе с долгами, настолько подрывает стабильность, что стоит вопрос именно о радикальной реформе. На этот раз ее ждать не стоит. Но вот после следующего кризиса ее время придет. Поэтому готовиться следует сейчас. О том, что для этого нужно сделать, мы поговорим в заключении книги. Но прежде рассмотрим еще один важный вопрос: будущее еврозоны.

ГЛАВА 9

Как спасти брак

Ubi Solitudinem faciunt, pacem appellant (Там, где они создают пустыню, они называют это миром).¹

Тацит, «Агрикола», XXX²

Ошибочно думать, что жесткая экономия подрывает рост и создание рабочих мест. В настоящее время главная проблема — это нехватка доверия у домохозяйств, фирм, сберегателей и инвесторов, чувствующих, что государство проводит неразумную и неустойчивую бюджетную политику. В ряде стран именно этот недостаток доверия и есть угроза для более уверенного восстановления. Страны, которые решились на меры жесткой экономии, придавая убедительность своей финансовой политике, укрепляют доверие, способствуют росту и созданию рабочих мест.

Жан-Клод Трише, интервью газете *Libération*,
8 июля 2010 года³

ЕВРО стал настоящим бедствием. Иначе и не скажешь. Проект, который изначально должен был укрепить узы солидарности, принести процветание и ослабить доминирование Германии в Европе, привел к прямо противоположному: разрушил всякую солидарность, покончил с процветанием и, по крайней мере на время, усилил доминирование Германии.

При всех своих культурных и экономических достижениях Европа имеет за плечами долгую историю трагических ошибок, часто совершавшихся из-за слепого высокомерия и граничащей с безумством страсти выдавать желаемое за действительное. Ко времени, когда эта книга появится в свет на английском языке, исполнится

1. Слова вождя бриттов о римских завоевателях. — *Примеч. пер.*

2. 'Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and *Libération*, conducted by Jean Quatremer', Thursday, 8 July 2010, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100713.en.html>.

3. 'Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and *Libération*, conducted by Jean Quatremer', Thursday, 8 July 2010, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100713.en.html>.

сто лет с того момента, как была совершена, возможно, самая громадная ошибка в европейской истории — развязана Первая мировая война, в конце концов приведшая ко Второй мировой войне, хотя этого и можно было избежать. Затем в течение полувека спокойствия, пользуясь покровительством США, европейцы установили на своем континенте мир, процветание и дух сотрудничества, чтобы в конце концов опять пасть жертвой ошибки, хотя и не такой разрушительной, как в первый раз, но ошибки, которой тем более можно было избежать. Речь идет о представлении, что европейским странам достаточно вступить в валютный союз, и от экономических и культурных различий государств не останется ни следа.

Кризис показал, насколько это наивное заблуждение. Хотя немецкие власти и экономисты наделали немало ошибок, управляя еврозоной, следует отдать им должное — они хорошо осознавали риски. Единственная из остальных крупных европейских стран, которую можно за это похвалить, — Великобритания. Обстоятельные немцы, особенно те, кто работал в Бундесбанке, понимали, что в современном мире валюта — продукт государства и политического сообщества. Сначала создаются эти условия, а затем валюта, а не наоборот. Однако остальные европейские страны решили поставить телегу впереди лошади, основав денежный союз прежде, чем сложился настоящий союз государств. Доклад комиссии по разработке экономического и денежного союза, учрежденной в 1998 году под председательством Жака Делора, главы Европейской комиссии, никак не касался темы политической основы валютного союза⁴. Документ был просто руководством по технической реализации проекта. С головой погрузившиеся в вопросы собственного внутреннего объединения, добиваясь поддержки своих партнеров и преданные европейскому идеалу, немцы не хотели отвергать этот план. Маастрихтское соглашение, заложившее основу валютного союза, по сути, было готово в 1991 году, и с тех пор по-

4. Committee for the Study of Economic and Monetary Union, 'Report on Economic and Monetary Union in the European Community', 1989, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf.

что каждый член Европейского союза стремился к нему присоединиться. Что было дальше, рассказано в главах 2 и 5.

События в Европе разительно отличаются от истории американского валютного союза. На это обращают внимание профессора Кевин О'Рурк из Оксфордского университета и Алан Тейлор из Калифорнийского университета:

США начали с того, что создали прочный политический союз, выход из которого... сегодня немислим, тем самым создав основу... на которой постепенно мог быть построен экономический и денежный союз. В Конституции США были введены ключевые допущения о создании и поддержании национального долга (основного надежного актива для всех), налоговых полномочиях федерального центра (верховенство федерации в сфере налогообложения), а также об общей валюте и торговле (подлинной свободе торговли между штатами). На этом фундаменте, по прошествии серьезных кризисов, позднее были надстроены банковский союз и экономически оправданный бюджетный союз. Но ни еврозона, ни Европейский союз не являются политическим союзом; из обоих выход возможен и, более того, открыто обсуждается; нет единого бюджетного органа, нет единого долга, и, похоже, нации-кредиторы не слишком торопятся идти по этому пути. Учитывая эти преграды, ясно, что не все желаемое для еврозоны осуществимо⁵.

Пять стран еврозоны — Греция, Испания, Ирландия, Италия и Португалия — вошли в глубокую рецессию с чрезвычайно высоким уровнем безработицы и галопирующим государственным долгом (см. главу 2, особенно рис. 17 и 18). В Греции и Португалии безработица среди молодежи превысила 55%. Потеряно не просто десятилетие, но и почти целое поколение. К началу 2014 года наметились некоторые признаки восстановления, однако безработица, скорее всего, останется очень высокой и в конце десятилетия и даже позже. Кипру в 2013 году даже пришлось установить контроль над движением капитала, тем самым закрепив всем известный факт: евро только тогда вполне евро, если имеет вид баночно-

5. Kevin H. O'Rourke and Alan M. Taylor, 'Cross of Euros', *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, no. 3 (Summer 2013), p. 184–185.

ты или монеты. Евро, хранящийся на счету кипрского банка, — отнюдь не то же самое, что и евро на счету в немецком банке: второй можно свободно использовать как средство платежа всегда и везде, а первый — нет.

Доверие европейским институтам сильно пошатнулось. В ряде стран набирают популярность крайние политические силы, повсюду растет недовольство среди населения. Послевоенное устройство европейских государств и всей Европы трещит по швам. Тем временем власти выдают нескончаемый поток банальностей в духе концепции «экономии» и сверхооптимистических прогнозов. Европа увлечена идеями Генриха Брюнинга, канцлера Германии в 1930–1932 годах, чья разорительная финансовая политика подготовила почву для прихода к власти Адольфа Гитлера⁶.

Сторонники евро считали, что переход к единой валюте также уничтожит кризисы платежных балансов. Но вместо них появились кредитные кризисы и долгосрочные трудности внешнеэкономической адаптации. Сторонники евро считали, что единая валюта обеспечит взаимовыгодную интеграцию трансграничных финансовых операций. Вместо этого начались банковские кризисы. Сторонники евро полагали, что сам факт единой валюты устранил страх распада союза. Но поскольку сохранились национальные политические системы, не спала и острота этого вопроса. Сторонники евро считали, что, создав единую валюту, они теснее сплотят народы европейских стран. Кризис разделил их на высокомерных кредиторов и непокорных должников. Все это — настоящий парад глупости.

Представим себе, что еврозона — полигамный брачный союз, в который народы вступили неосмотрительно, в спешке, без достаточных раздумий, не продумав механизма развода — причем сознательно, ведь чем сложнее развод, тем менее вероятным он кажется. Жених взошел на алтарь из чувства долга, а не из четко осознанного желания вступить в валютный союз. Невесты не понимали, что они делают. Затем начался беззаботный медовый месяц, когда каждый получал, что хотел. Невесты обрели такой дешевый и легкий доступ к займам, кото-

6. О Брюнинге см. http://en.wikipedia.org/wiki/Heinrich_Br%C3%BCning.

рого они себе и представить не могли: вполне ожидаемо, они отправились за покупками. Жених вернулся к тяжелому труду, построив крайне конкурентоспособный экспортный сектор и накопив, с одной стороны, огромный внешний профицит, а с другой — требования к должникам. Затем случился кризис. Жених стал жаловаться, что невесты растратили все его деньги. Невесты — жаловаться на жениха, который поверг их в нищету. Брак разладился, частью оттого, что с самого начала это была плохая затея, а частью — потому что в медовый месяц все были чересчур беззаботны. Когда наступил кризис, все наделали серьезных ошибок.

Вот возможные выходы из ситуации: развестись, сохранить несчастливый брак или сделать его счастливым. Сегодня члены союза мечутся между первыми двумя вариантами. Брак неудачен, но ведь разводиться еще страшнее. Сделать брак счастливым — вот настоящая цель. Для этого необходимо изменить уже знакомую нам троицу потоков, запасов и реформ. Во-первых, все должны вернуться к разумному уровню экономического благополучия. Во-вторых, еврозона должна преодолеть долговую нагрузку, унаследованную от недавнего, а в некоторых случаях и далекого прошлого. В-третьих, нужно провести реформы, которые бы обеспечили более процветающее и безопасное будущее. Очень маловероятно, что все это произойдет. Раз так, то либо случится развод — скорее всего, после длительного периода действительно плохих отношений, — или, что более вероятно, ужасный брак сохранится навсегда.

Прежде всего, рассмотрим, чем закончился медовый месяц. Затем разберемся, что может означать продолжение несчастливого брака и, наконец, как может выглядеть развод. В последнюю очередь обсудим, как исправить отношения и возможно ли это вообще.

Иллюзии медового месяца

Самое поразительное в истории еврозоны — эта сказочная свадьба европейских стран не обошлась без участия крестных волшебниц. Первая сказала: все вы получите именно то, что хотите. Вторая добавила: но тогда че-

рез десять лет сбудутся ваши самые страшные кошмары. А третья заключила: конечно, сбудутся, ведь нужно сразу понимать, чего вы желаете.

Итак, до конца 2008 года, пока длился счастливый медовый месяц, страны, прежде страдавшие от слабых государственных финансов, высоких процентных ставок и неустойчивого курса валюты, теперь наслаждались низкими процентными ставками, быстрым экономическим ростом, повышением зарплат и растущим дефицитом текущего счета. Конечно, кто-то вкусил все виды радости, а кто-то — лишь некоторые: Италия и Португалия, к примеру, не испытали быстрого экономического роста. Но в общем и целом это была золотая пора. Тем временем Германия, а с ней, хотя и в меньшей мере, другие северные страны, пользовались благами растущей конкурентоспособности и чистого экспорта, отчасти потому что получили доступ к рынкам еврозоны, отчасти благодаря тому, что курс евро был намного ниже, чем мог бы быть курс немецкой марки. Стоит ли говорить, что друг без друга должники и заемщики не смогли бы пережить этих счастливых моментов.

Но тут медовый месяц закончился — прямо посреди глобального финансового кризиса. Внезапно участники рынка, власти и население осознали, что наделали больших ошибок: что государственный долг Греции *нельзя* ставить на одну планку с государственным долгом Германии; что дефицит текущего счета в районе 10% ВВП и чистый внешний долг в районе 100% ВВП (как в Греции, Испании и Португалии) — динамически неустойчивое состояние даже внутри валютного союза; что страна *не становится* богаче, возводя жилье, не нужное или не доступное для потенциальных жильцов; что наращивая строительство, сделки с недвижимостью и финансовый сектор, *нельзя* построить прочные конкурентоспособные позиции; что *нельзя* сохранить конкурентоспособность, если удельные издержки на оплату труда год за годом растут быстрее, чем в стране — флагмане еврозоны; что страны, чья промышленность конкурировала с Китаем, явно *не могут* выдержать такой же рост издержек на оплату труда, как в Германии, промышленность которой не конкурирует с китайской, а дополняет ее. Если резюмировать, то десять лет были

не просто выкинуты из жизни — это были десять лет движения в ложном направлении.

Вот почему кризис так тяжело дался. Еврозона не была рассчитана на такое сочетание экономического, бюджетного и финансового кризиса, которое возникло после 2008 года. Но ситуация не была бы настолько плохой, если бы целое десятилетие люди не считали себя неуязвимыми.

Мучительные годы супружества

Экономические процессы носят кумулятивный характер. Могущественные силы усиливают успехи одних регионов и неудачи других. Сегодня ресурсы сами по себе не слишком важны. Гораздо важнее сетевые внешние эффекты. Факторы, которые изначально подталкивают экономики в разном направлении, могут быть случайными, но в долгосрочном плане это не важно. Если какой-нибудь регион долгое время преуспевал, сосредоточивая квалифицированную рабочую силу в определенной сфере экономической деятельности, создавая физическую, социальную и культурную инфраструктуру, способствующую ее производительной деятельности, выстраивая жизненный комфорт, притягивающий людей, накопив большую налогооблагаемую базу, чтобы еще больше инвестировать в развитие, то преимущества этого региона могут быть чрезвычайно устойчивыми. Вспомните разницу между северной и южной Италией, Бостоном и Миссисипи, Баварией и Бранденбургом, Манхэттенom и Детройтом или Лондоном и любым другим британским городом.

Семейный кризис

Какое все это имеет отношение к несчастливому браку еврозоны? Известно, что экономически уязвимые страны сейчас переживают депрессию и проблемы с долгом сохранятся надолго. Произошло бы нечто невероятное, если бы их экономика смогла вернуться к докризисному уровню даже через десять лет после кризиса. Также маловероятно, что хотя бы в одной из них безработица опу-

стится ниже 10% от рабочей силы, скажем, к 2018 году. В некоторых странах безработица, возможно, будет больше 20%. Все еще вероятно, что одна из этих стран, а возможно и несколько, будут вынуждены объявить дефолт по государственному долгу, что разрушит всякое доверие к правительствам этих стран.

Представленная картина довольно мрачна. Но нужно также принимать во внимание долгосрочные издержки подобных бедствий. Любой способный и предприимчивый молодой человек задумается об эмиграции, и из многих сильно пострадавших от кризиса стран люди уже уезжают. Приостановка инвестиций и неуверенное в будущем молодое поколение — все это значит, что страны проедают свой посевной фонд. Если ситуация будет усугубляться, они застрянут в заколдованном круге: депрессия, бюджетные трудности, эмиграция активного населения, еще более узкая демографическая пирамида и еще худшая депрессия. Если это произойдет, мы будем наблюдать уже не просто временный кризис еврозоны, хотя и обширный географически, а появление депрессивной зоны вроде бедного юга Италии, но на этот раз в масштабах нескольких стран.

Может быть, такой прогноз звучит слишком тревожно. Но это не преувеличение. Рис. 17 показывает, что экономика Ирландии и Португалии в 2013 году расширялась. Но ни в одном, ни в другом случае ВВП не показал уверенного роста относительно 2012 года. Более того, в конце 2013 года обе экономики были примерно на 7% меньше, чем на докризисном пике. Ни Испания, ни Италия в 2013 году не испытали существенного восстановления, тогда как Греция прозябала в глубокой депрессии. Также следует отметить, что в Греции, Испании и Италии уровень безработицы продолжал расти и после кризиса, а в Ирландии и Португалии он снижался, но очень медленно (см. рис. 18). Это самые настоящие депрессии.

Опять же заметим, что признаки улучшения конкурентоспособности, которые можно разглядеть на рис. 44, особенно в Ирландии и Испании, связаны с повышением производительности. О'Рурк и Тейлор подчеркивают, что номинальным заработным платам присуща жесткость в сторону снижения, как это следует из опыта большинства развитых стран после Первой мировой вой-

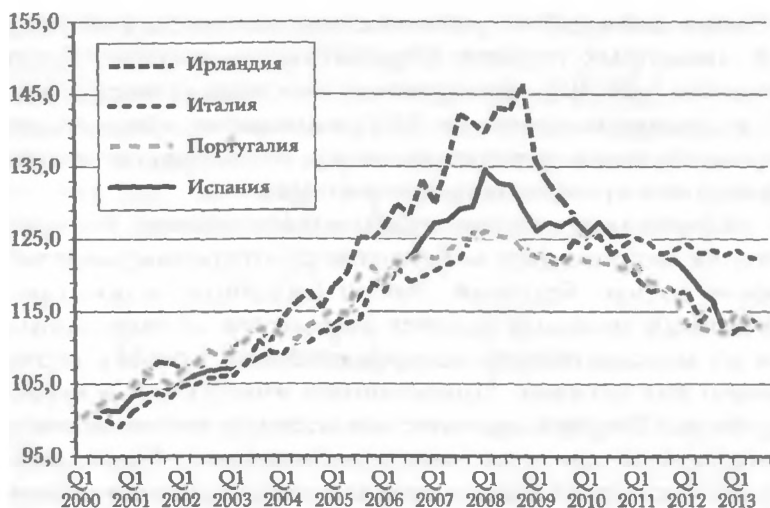


рис. 44. Удельные издержки на оплату труда
(в процентах от уровня Германии, I кв. 2000 года=100)

Источник: Eurostat.

ны⁷. Среди пострадавших от кризиса стран лишь в Греции отмечено существенное снижение номинальных зарплат. Для этого потребовалось 25-процентное сжатие экономики. Более того, если путь к повышению конкурентоспособности лежит через рост производительности и снижение номинальных заработных плат, то необходимо резко сократить занятость, что автоматически приведет к повышению производительности и косвенно, за счет повышения давления на рынке труда, — к снижению заработных плат. Механизм экономической адаптации, действующий в еврозоне, — это все тот же механизм старого золотого стандарта.

Если мы хотим разобраться, почему адаптация так трудно дается, нужно посмотреть, что происходит в еврозоне в целом. Увы, ее экономика переживает стагнацию (см. рис. 45). Более того, годовая общая инфляции, а также базовая инфляция (инфляции за вычетом расходов на продовольствие, источники энергии, алкоголь и табак) составили в январе 2014 года 0,8%. Это значение намного ниже целевого уровня ЕЦБ, при всей его неод-

7. O'Rourke and Taylor, 'Cross of Euros', Fig. 1, p. 175.

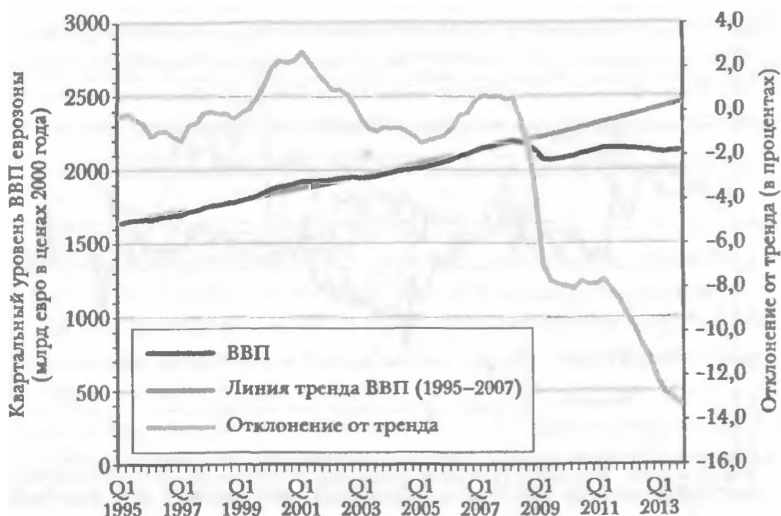


РИС. 45. ВВП еврозоны

Источник: Eurostat.

нозначности: «темпы, не достигающие, но близкие к 2% в среднесрочном периоде»⁸. ЕЦБ стоило поднять инфляцию выше среднесрочной цели в 2%. Такое повышение инфляции и инфляционных ожиданий снизило бы реальные процентные ставки и дало бы импульс расходам и росту. Если в очень низкой инфляции нет ничего хорошего, то дефляция еще хуже: она повышает реальные процентные ставки и утяжеляет реальный груз долга⁹. ЕЦБ не справился со своей основной работой, допустив слишком низкую инфляцию и низкие уровни экономической активности. Более того, достаточно еще одного серьезного потрясения, и еврозона войдет в дефляцию.

К тому же более высокая инфляция ускорит процесс исправления дисбалансов конкурентоспособности вну-

8. European Central Bank, 'Monetary Policy', <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.

9. Реза Морадам, Ранжит Тела и Пелин Беркмен из Европейского департамента МВФ озвучили разгромную критику политики ЕЦБ, указав на сопряженные с ней огромные издержки. См.: Reza Moghadam, Ranjit Tela and Pelin Berkmen, 'Euro Area — "Deflation" versus "Lowflation"', IMFdirect, 4 March 2014, <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>.



РИС. 46. Базовый индекс потребительских цен в годовом выражении (не включая продовольствие, источники энергии, алкоголь и табак, в %)

Источник: European Central Bank.

три еврозоны, так как не придется продавливать снижение номинальных заработных плат. Однако, поскольку в среднем инфляция очень низкая, разница между инфляцией в странах-кредиторах и странах-заемщиках слишком незначительна, чтобы ускорить коррекцию конкурентоспособности. В январе 2014 года годовой темп роста потребительских цен в Германии составлял всего 1,2% против 0,9% в Италии; впрочем, в Испании инфляция оказалась отрицательной, минус 0,1%. С января 2008 года по январь 2014 года базовый индекс инфляции в Германии вырос на 6,7% против 9,3% в Италии и 5,3% в Испании. Столь низкая базовая инфляция в Германии вынудила остальные страны повышать конкурентоспособность посредством дефляции, которая настигла Грецию в январе 2014 года и почти было началась в Ирландии и Испании, что, естественно, усугубило груз реального, деноминированного в евро долга.

Корректировка конкурентоспособности происходит, но от нее страдают работники. Если возросший уровень производительности удастся сохранить в долгосрочном периоде, возникнут новые прибыльные предприя-

тия и расширяют производство, пользуясь низкими затратами труда на единицу продукции. Но должно пройти немало времени, чтобы этот процесс стал локомотивом роста занятости в масштабах целой экономики, особенно в крупных и менее зависимых от внешней торговли странах.

Все это закладывает условия для долговой дефляции: номинальный ВВП растет медленно; номинальные процентные ставки по долгосрочным государственным облигациям, хотя и сильно снизились после того, как летом 2012 года ЕЦБ объявил программу прямых монетарных операций, в начале 2014 года на пару процентных пунктов превышали ставки для Германии (см. рис. 7 и 3б). Согласно базовому сценарию, который прогнозировал в сентябре 2013 года Жолт Дарваш для *Bruegel*, аналитического центра в Брюсселе, в Италии отношение долга к ВВП к 2028 году снизится с нынешних 130 до 110%, тогда как в Испании оно будет продолжать расти, достигнув 110% в 2020 году, и лишь к 2028 году упадет до 95%¹⁰.

С точки зрения обслуживания своего долга обе эти ключевых страны ходят по краю и крайне уязвимы перед любым увеличением процентных ставок. Решение Конституционного суда Германии от февраля 2014 года о том, что программа прямых монетарных операций противоречит соглашениям о денежном союзе, хотя и не означает его запрета, все же усложнит его реализацию на практике¹¹. Рынки, возможно, еще не до конца осознали этот факт. Таким образом, есть все основания ожидать дефолта или реструктуризации долга, что само по себе повышает риск резкого роста процентных ставок.

В конечном счете, способность обслуживать долг зависит от соотношения между темпами роста номиналь-

10. Zsolt Darvas, 'The Euro Area's Tightrope Walk: Debt and Competitiveness in Italy and Spain', Bruegel Policy Contribution Issue 2013/11, September 2013, www.bruegel.org.

11. Stefan Wagstyl and Claire Jones, 'German Court Refers ECB Bond-Buying Programme to European Justice', 7 February 2014, *Financial Times*, <http://www.ft.com/cms/s/0/3feab440-8fd5-11e3-ace9-00144feab7de.html>. См. также: Paul de Grauwe, 'Why the ECJ Should Reject the German Constitutional Court's Ruling', 11 March 2014, *Social Europe Journal*, <http://www.social-europe.eu/2014/03/german-constitutional-court>.

ного ВВП и процентной ставкой. Сейчас пострадавшие от кризиса страны замерли в неустойчивом равновесии: прогнозируемые темпы роста номинального ВВП вряд ли превысят 3%, учитывая крайне низкий уровень инфляции и необходимость восстановить конкурентоспособность по сравнению с другими странами еврозоны, где инфляция тоже низкая; с другой стороны, долгосрочные процентные ставки по государственному долгу в начале 2014 года по-прежнему достигали 4%. Стоит доверию чуть-чуть поколебаться, и это соотношение перевернется самым неблагоприятным образом, внезапно и основательно. Как заключают из событий периода между мировыми войнами О'Рурк и Тейлор, «большой государственный долг трудно или невозможно привести в равновесие, если дефляция повышает его реальную стоимость и тормозит экономический рост»¹².

Из опыта балтийских стран¹³

Здесь пора появиться какому-нибудь энтузиасту и напомнить отчаявшимся о великом успехе крошечной Латвии, которая сумела соединить «внутреннюю девальвацию» и «меры жесткой экономии». Но надежда повторить опыт Латвии во многом иллюзорна. Возможное в крошечной открытой экономике, где нет своей банковской системы (а значит, не нужно спасать банки) и до кризиса почти не было государственного долга, невозможно в более крупных странах.

Во всех трех маленьких балтийских государствах — Эстонии (население 1,3 млн человек), Латвии (население 2 млн человек) и Литве (население 3 млн человек) финансовому кризису предшествовал кредитный бум. В 2007 году дефицит текущего счета Латвии составлял 22% от ВВП, Эстонии — 16% ВВП, Литвы — 14%. За счет капитала извне финансировался огромный финансовый дефицит частного сектора этих стран: 23% ВВП в Латвии, 19% в Эстонии и 13% в Литве. Как обычно бывает

12. O'Rourke and Taylor, 'Cross of Euros', p. 176.

13. Этот раздел основан на: Martin Wolf, 'Why the Baltic States are no Model', *Financial Times*, 30 April 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/ogobd38e-boc7-1e2-80f9-00144feabdco.html>.

в условиях бума, финансовое положение государства казалось благополучным: в 2007 году чистый государственный долг Эстонии составил минус 4% ВВП, Латвии — 5%, Литвы — 11%.

Затем появились четыре всадника финансового кризиса: резкое торможение потоков капитала, падение цен на активы, рецессия и бюджетный дефицит. В ответ правительства балтийских стран решили осуществить привязку местной валюты к евро и начать жесткую экономию. Кроме того, для Латвии в конце 2008 года был согласован весомый пакет помощи. На помощь пришел МВФ совместно со скандинавскими и иными странами при поддержке Европейского союза. Хотя работоспособность программы вызывала некоторые сомнения. Оливье Бланшар, экономический советник при МВФ, в июне 2013 года произнес: «Многие, и я в том числе, считали, что, сохраняя привязку к евро, они готовят себе гибель, в лучшем случае — длительную и мучительную перестройку, а скорее всего, отказ от привязки к евро, когда ее вред станет очевиден»¹⁴. Он ошибался. Согласно расчетам МВФ, Латвия в 2008–2012 годах снизила дефицит бюджета, очищенный от циклического компонента, на 5,3% потенциального ВВП, достигнув в 2013 году небольшого профицита в 0,8% ВВП. За тот же период Литва снизила циклически скорректированный дефицит на 3,3% потенциального ВВП. (По Эстонии тех же данных МВФ не предоставляет.) Однако Греция в 2009–2012 годах сократила бюджет на 15% потенциального ВВП.

Насколько хорошо сработала стратегия балтийских стран? Ее защитники указывают на начавшийся недавно стремительный рост. Экономика Латвии выросла на 20% за период с третьего квартала 2009 года, когда она достигла дна, по четвертый квартал 2013 года. Но не стоит забывать, что между четвертым кварталом 2007 года и дном она сжалась на 24%. По итогам четвертого квартала 2013 года ВВП Латвии все еще был на 9 процентов ниже своего докризисного пика. Если за точку отсчета брать докризисный уровень, то результат Латвии не лучше, чем у Ирландии, Испании, Италии и Порту-

14. Olivier Blanchard, 'Lessons from Latvia', 11 June 2013, <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/06/11/lessons-from-latvia>.

галии. Две другие балтийские страны добились большего успеха, вернувшись по итогам четвертого квартала 2013 года на уровень конца первого квартала 2008 года, хотя обе перед тем пережили глубокое падение.

Большие рецессии не проходят бесследно. Латвия в течение 2008–2013 годов потеряла до 89% докризисного годового выпуска. Тот же показатель для Литвы составил 43%, для Эстонии — 39%. Безработица в Литве, несмотря на снижение, в декабре 2013 года все еще достигала 12% от рабочей силы — и это при массовой эмиграции.

Короче говоря, Латвия, пострадавшая среди балтийских стран сильнее всего, испытала тяжелейшую депрессию в истории. К тому же нельзя брать ее за пример для более крупных экономик, таких как Греция, Ирландия, Португалия и тем более Италия и Испания. У балтийских стран есть четыре серьезных преимущества, позволяющих им расширять экономику, сокращая при этом бюджет.

Во-первых, согласно данным Евростата, в 2012 году почасовая цена труда в Латвии составляла лишь четверть от уровня еврозоны в целом, 30% от уровня Испании и 50% от уровня Португалии. Учитывая потенциал будущего стремительного роста производительности и степень интеграции Латвии в скандинавскую экономическую систему, Латвии не пришлось сильно снижать реальный курс валюты, чтобы достичь конкурентоспособности.

Во-вторых, это очень маленькие открытые экономики. Чем более открыта экономика, тем большая доля выпуска не зависит от внутренних расходов, снижающихся во время рецессии. Поэтому для таких стран рост экспорта — более мощная альтернатива, чем стимулирование внутреннего рынка. В 2007–2012 годах дефицит текущего счета Латвии сократился на 21% ВВП. В абсолютном значении это снижение дефицита равносильно всего 0,3% ВВП Италии. Корректировку текущего счета Латвии рынки едва ли ощутят. Но если такую же в процентном отношении корректировку осуществит Италия, это заметят все. Опять же, население Латвии в 2007–2012 годах сократилось на 7,6%, а Литвы — на 10,1%. Это несколько снизило остроту безра-

ботицы, хотя она по-прежнему ужасающая. Если бы Испания и Италия потеряли такую же долю своего населения, численность экономических беженцев составила бы 11 млн человек. Едва ли подобный массовый исход людей из терпящих крушение экономик допустим с политической или социальной точки зрения в рамках современной европейской системы отношений.

В-третьих, поскольку главную роль в банковской системе балтийских стран играют иностранные банки, она смогла пережить экономический спад и финансовые потрясения. Но Италия и Испания, по крайней мере пока, имеют собственную банковскую систему.

Наконец, для балтийских государств видели в европейском будущем способ вырваться из орбиты России, и на этом пути они добились успеха. Для народов этих стран лучше пережить мучительную коррекцию экономики, чем продемонстрировать внешнеполитические колебания. У других пострадавших стран также есть причины для привязанности к Европе, но не в такой степени.

Балтийские государства, в частности сильно пострадавшая от кризиса Латвия, — далеко не эталон экономического расширения за счет сокращения бюджетных расходов. Уже одного сжатия бюджетных расходов достаточно для сокращения экономики. Впоследствии им удалось провести грандиозную внешнеэкономическую корректировку, которую сильно облегчил небольшой размер этих стран, и восстановить экономический рост, хотя безработица осталась высокой и продолжалась массовая эмиграция.

Латвия — неподходящий пример для остальных стран, особенно для тех, что гораздо крупнее. Тот, кто считает, что всякую экономику, в том числе и целую группу экономик, можно рассматривать как одну малую открытую экономику, закрывая глаза на взаимодействие между странами внутри группы, тот жертва интеллектуального недуга. Именно эту ошибку совершают власти еврозоны, когда игнорируют проблему спроса. Поэтому процесс адаптации столь мучителен. Может быть, Латвия подходит в качестве модели для крохотных стран. Но брать ее как модель для всей Европы — просто безумие.

Еврозона — одна большая Германия?¹⁵

Германия считает себя примером для подражания всем остальным европейским экономикам. Но немецкая модель — модель открытой экспортно ориентированной экономики — работает только потому, что остальные страны являются ее зеркальным отражением.

Германия всегда использовала свой внешний счет, чтобы стабилизировать внутреннюю экономику — усиливала внешний профицит, когда внутренний спрос слабый, поступала наоборот, когда спрос сильный. Может показаться, что экономика Германии слишком велика, чтобы работал механизм, столь характерный для малых открытых экономик. Но она с успехом это делала благодаря превосходной экспортно ориентированной обрабатывающей промышленности и способности сдерживать рост реальной оплаты труда. В 2000-е годы, с успехом сочетая эти преимущества, она смогла восстановить профицит текущего счета, утраченный во время подъема 1990-х годов, последовавшего за объединением страны. В 2000–2007 годах сальдо текущего счета Германии сменилось с дефицита в 1,7% ВВП до 7,5%. Это, в свою очередь, обеспечило умеренный экономический рост, несмотря на подавленный внутренний спрос.

Чтобы такой подход действовал, большой экспортно ориентированной экономике нужны емкие внешние рынки. Бум кредитования в ряде стран еврозоны превратил их в поставщиков внутреннего спроса на внешний рынок. Как указывалось в главах 2 и 5, с наступлением финансового кризиса приток капитала в эти страны оборвался, а частные расходы рухнули, вызвав огромные бюджетные дефициты. Тут же утвердился ложный консенсус, что имеет место бюджетный кризис. На самом деле, за исключением Греции, везде начался финансовый кризис, тяжело отразившийся на бюджете. Но, несмотря на глубокую рецессию, бедствующим странам пришлось сокращать государственные расходы. К со-

15. Этот раздел основан на: Martin Wolf, "The German Model is not for Export", *Financial Times*, 7 May 2013, <http://www.ft.com/cms/s/0/aacdibeo-b637-11e2-93ba-00144feabdco.html>.

жалению, более здоровые страны еврозоны тоже приняли всерьез догму о бюджетной стабильности. И тоже сократили бюджеты. По прогнозам МВФ, циклически скорректированный бюджетный дефицит еврозоны в 2009–2013 годах снизился на 3,2% потенциального ВВП, составив в итоге всего 1,1% ВВП. Европейский центральный банк тоже не выказал никакого интереса к стимулированию спроса и не противодействовал снижению инфляции ниже целевого ориентира.

Поэтому ничего удивительного, что спрос внутри еврозоны не растет. Остаются внешние рынки. По оценкам МВФ, к 2018 году каждая из стран еврозоны, за исключением Финляндии, будет иметь профицит текущего счета. Еврозона в целом, по прогнозам, будет располагать профицитом текущего счета на уровне 2,5% ВВП. Балансировать внутреннюю экономику за счет внешнего спроса — то есть использовать внешний дисбаланс (профицит текущего счета) для компенсации внутреннего дисбаланса (недостаток внутреннего спроса по отношению к потенциальному выпуску) — это и значит быть германизированной еврозоной. В этом, по сути, и состояла макроэкономическая политика Германии на большем протяжении второй половины прошлого века.

Чтобы понять, как глубоко укоренилось это суеверие, стоит посмотреть на исследование Еврокомиссии о «регламентировании макроэкономических дисбалансов»¹⁶. Подача информации изложения в этом документе говорит о многом. Так, дефицит текущего счета в 4% ВВП расценивается как признак несбалансированности. Но для профицита установлен критерий 6%. У Германии профицит как раз такой, так что это вряд ли случайное совпадение. Но самое удивительное — ни слова не сказано о том, что в оценке вклада страны в совокупный дисбаланс нужно принимать во внимание размер этой страны. Таким образом, вклад Германии оказывается недооценен. Однако в условиях почти нулевых процентных ставок ее избыточные сбережения создают огромные трудности. Не упоминая о Германии, Еврокомиссия обесценивает весь свой анализ «дисбалансов».

16. См. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm.

Дисбалансы — это проблема *системы в целом*, а не каждой отдельно страны. Крайне важно, каков размер дисбаланса по отношению к размерам экономики еврозоны. В этом более широком контексте нет ничего важнее, чем профицит Германии.

Попытки заставить еврозону подражать стратегии исправления дисбалансов, которую использовала на протяжении 2000-х годов Германия, будут иметь далеко идущие последствия. Подобная стратегия увеличивает вероятность длительной стагнации в еврозоне, особенно в пострадавших от кризиса странах. Более того, такая стратегия приведет к укреплению евро, что повысит риск дефляции и обесценит прирост экспорта, ради которого пострадавшие от кризиса страны истязали себя жесткой экономией. Также важно, что переход еврозоны к профициту станет отрицательным шоком для остальной части мировой экономики.

Еврозона — это не малая открытая экономика, а вторая по величине экономика в мире. Она слишком велика, а внешняя конкурентоспособность слабых ее частей слишком непрочна, чтобы поддержание значительного внешнего профицита можно было рассматривать как успешную стратегию экономической адаптации и роста в посткризисный период. Еврозоне не стоит рассчитывать, что она построит на этой основе прочное восстановление, как это удалось Германии в тучные 2000-е годы. Как только осознание этого факта свершится, несомненно, возникнет мощный политический запрос на смену курса экономической политики. Европе не стать одной большой Германией. Глупо надеяться, что это когда-нибудь случится.

Политические вызовы

Беда не только в плачевном состоянии экономики еврозоны, но и в полном отделении ответственности, которую политики несут на национальном уровне, от власти, осуществляемой на уровне еврозоны. Демократия сведена к нулю, потому что иностранные политики — точнее, политики одного иностранного государства, — и их свита в виде европейского бюрократического аппарата теперь диктуют свою волю суверенным нациям на постоянной

основе, не ограничиваясь вмешательством в периоды кризисов. Такое положение дел не может — а если может, то не должно — продолжаться.

Страх развода

Если брачный союз складывается несчастливым и в долгосрочном плане его, скорее всего, не удастся сохранить, то остаются два варианта: развестись или исправить брак. Хорош тот союз, в котором партнеры остаются не потому, что боятся последствий расставания, а потому, что предпочитают его всем другим возможным альтернативам. В хороший союз партнеры согласились бы вступить, заранее зная все то, что знают сейчас. Как тогда выглядит развод? Есть два сценария: в первом попытку выйти предпринимает лишь одна страна, во втором — происходит полномасштабный распад союза.

Выход отдельных стран

Нужно рассмотреть две возможности: стихийный выход и упорядоченный выход.

Стихийный выход может быть вызван отменой внешнего финансирования какой-либо страны из официальных источников, например, из-за отказа выполнять условия согласованной программы. Тогда правительству этой страны придется объявить дефолт. Европейский центральный банк заявит, что банки страны больше не располагают приемлемым обеспечением, и откажется выступать кредитором последней инстанции. Начнутся массовые набеги на банки. Стране придется ввести ограничения на оборот иностранной валюты, ввести новую внутреннюю валюту, перевести в новую валюту внутренние контракты и объявить дефолт по внешним контрактам, выраженным в евро. Дефолт коснется как государственных, так и частных долгов. Разразится настоящий хаос. Сотрудники полиции и войска, не получающие зарплаты, откажутся охранять порядок. Начнутся грабежи и уличные восстания. Возникнет реальная опасность государственного переворота или гражданской войны. Неизбежно произойдет резкое обесценение новой валю-

основе, не ограничиваясь вмешательством в периоды кризисов. Такое положение дел не может — а если может, то не должно — продолжаться.

Страх развода

Если брачный союз складывается несчастливым и в долгосрочном плане его, скорее всего, не удастся сохранить, то остаются два варианта: развестись или исправить брак. Хорош тот союз, в котором партнеры остаются не потому, что боятся последствий расставания, а потому, что предпочитают его всем другим возможным альтернативам. В хороший союз партнеры согласились бы вступить, заранее зная все то, что знают сейчас. Как тогда выглядит развод? Есть два сценария: в первом попытку выйти предпринимает лишь одна страна, во втором — происходит полномасштабный распад союза.

Выход отдельных стран

Нужно рассмотреть две возможности: стихийный выход и упорядоченный выход.

Стихийный выход может быть вызван отменой внешнего финансирования какой-либо страны из официальных источников, например, из-за отказа выполнять условия согласованной программы. Тогда правительству этой страны придется объявить дефолт. Европейский центральный банк заявит, что банки страны больше не располагают приемлемым обеспечением, и откажется выступать кредитором последней инстанции. Начнутся массовые набеги на банки. Стране придется ввести ограничения на оборот иностранной валюты, ввести новую внутреннюю валюту, перевести в новую валюту внутренние контракты и объявить дефолт по внешним контрактам, выраженным в евро. Дефолт коснется как государственных, так и частных долгов. Разразится настоящий хаос. Сотрудники полиции и войска, не получающие зарплаты, откажутся охранять порядок. Начнутся грабежи и уличные восстания. Возникнет реальная опасность государственного переворота или гражданской войны. Неизбежно произойдет резкое обесценение новой валю-

нения от союза усилит нестабильность: люди еще меньше будут верить в его прочность, а экономические выгоды единой валюты исчезнут.

Как отмечал Джордж Сорос, наименьший урон устойчивости еврозоны нанес бы выход из нее страны-кредитора, в первую очередь Германии¹⁷. Но и такой исход порядком пошатнул бы еврозону. В правовом государстве намерение выйти из союза невозможно удержать в тайне. В преддверии выхода начнется бегство в немецкие финансовые активы, и немецким властям нужно будет с этим справляться — совместно с Европейским центральным банком, из которого они решили выйти. Согласование правил конвертации займет долгое время и будет сопровождаться значительной неопределенностью, которая затронет другие страны-кредиторы, готовые последовать примеру Германии — в первую очередь Австрию и страны Бенилюкса. Когда будет введена новая валюта или, что более вероятно, восстановлена немецкая марка, финансовые институты Германии столкнутся с убыткам по активам, выраженным в евро. Сильно пострадает обрабатывающая промышленность Германии. Вера в приверженность Германии европейскому проекту — основа ее послевоенной политической идентичности — будет подорвана, под вопросом окажутся и ее отношения с основными партнерами, в первую очередь с Францией.

Добровольное расставание

Теперь предположим, что страны еврозоны решили не ждать стихийного либо упорядоченного выхода отдельных участников, а целиком упразднить союз. В принципе можно было бы выделить в каждом евро долю отдельной страны и перевести все контракты в евро в национальные валюты, согласно весам, которые существовали до присоединения к единой валюте. Но это будет все равно что сказать жителям, скажем, Германии, что их вклады и другие активы в евро отныне содержат существенную долю французских франков,

17. Сорос призывает Германию «либо возглавить зону евро, либо уйти», <http://www.bbc.com/news/19537693>.

итальянских лир, испанских песет и всех остальных валют. Такой поворот никого не обрадует. Немецкие граждане наверняка почувствуют себя обманутыми.

Правительствам предстоит перевести внутреннее денежное обращение и внутренние контракты обратно в восстановленные национальные валюты. В разных странах это будет происходить по-разному, в зависимости от вовлеченности в международную торговлю и международные финансовые связи. В странах-заемщиках резко усилится инфляция, а в странах-кредиторах наверняка начнется дефляция. В огне инфляции должны будут сгореть горы накопившегося у периферийных стран долга, при условии успешного перевода долга в новые национальные валюты. Упадет стоимость иностранных активов, принадлежащих странам центра еврозоны, их новые валюты резко укрепятся относительно бывших партнеров, а экономика начнет падать. Плохо будет всем.

Вступят в действие мощные разрушительные факторы: финансовая паника; введение (не оформленного законодательно) контроля над движением валюты; правовая неопределенность; обвал цен на активы; непрогнозируемые и не поддающиеся оценке изменения в финансовом положении организаций; ступор финансовой системы; сбой в работе центральных банков; коллапс расходов и внешней торговли; грандиозные колебания курсов новых валют. Несомненно, финансовым системам потребуются новые дорогостоящие пакеты государственной помощи. Острые рецессии усугубят и без того неблагоприятное состояние бюджетов государств. Подобный хаотичный распад также вызовет лавину судебных разбирательств.

Печальная правда состоит в том, что идея «упорядоченного развода» внутренне противоречива. Сам факт объявления о намерениях расторгнуть союз создаст значительную нестабильность на время обсуждения и согласования процедуры между его многочисленными участниками. Самое худшее, что нечто подобное может начаться только во время глубокого кризиса. Это будет одновременно и продукт кризиса, и источник еще большего кризиса. ЕС погрузится в трясину правовой и политической неопределенности, и все важнейшие договоренности и в высшей степени похвальные достижения

бесследно исчезнут. Невозможно предугадать, к чему в конечном счете придет столь коренной переворот в европейском порядке.

Выигравшие и проигравшие

От полного распада еврозоны не выиграет никто. Но есть основания полагать, что кредиторы потеряют больше, чем должники. Германию, чрезвычайно зависимую от экспорта, ждет та же, если не более печальная, судьба, что и Японию. Как подчеркивалось выше, пострадает финансовая система Германии, ведь ее внешние активы обесценятся, тогда как обрабатывающая промышленность наверняка переместит большую часть операций в соседние страны, точно так же как Япония переместила львиную долю своего производства к соседям, в первую очередь в Китай. Экономика и общество Германии будут соответствовать типу богатого, но праздного рантье, живущего за счет иностранных активов и в еще большей степени за счет технологических секретов, а не роста внутреннего производства. Сюда нужно добавить последствия изоляции от соседей и партнеров — а ведь именно этой судьбы стремились избежать лучшие немецкие политики после окончания Второй мировой войны. Ни в экономическом, ни более в политическом отношении Россия и Китай не могут дать Германии того, что дает ей процветающий ЕС — прочного и предсказуемого места в мире, сотрудничества и поддержки на базе общих ценностей. Объединенная, мирная и демократическая Германия в окружении процветающего ЕС — это достижение, отказ от которого совершенно недопустим. Это понимали все здравомыслящие лидеры Германии. И все данные говорят о том, что того же мнения придерживается немецкий народ, раз за разом избирающий политиков, ратующих за единую Европу и единую валюту.

Глобальные угрозы

Все эти угрозы касаются не одной только еврозоны. В совокупности она представляет собой вторую по величине экономику в мире и обладает крупнейшей банковской си-

стемой. Случись в еврозоне еще более крупные потрясения, и возникнет реальная угроза глобального кризиса. К тому же стабильная Европа — одно из самых славных достижений послевоенного мирового порядка и вершина внешнеполитического искусства США. Отказ от этого достижения невозможен и недопустим. При всех недостатках еврозоны ее распад будет стократ хуже.

Вместе на веки веков

Итак, если брак несчастлив, а развод вселяет страх, то нужно постараться сделать жизнь в браке счастливой или хотя бы терпимой. Прежде чем разобраться, как это сделать, нужно вспомнить слова критиков в начале 1990-х годов: этот экономический союз искусственный. Экономические центробежные силы такого союза гораздо сильнее, чем в иных федеративных денежных союзах, из-за разнородности экономического развития стран-участников, тогда как институциональные и политические основания союза гораздо слабее из-за разнородности политических систем. Еврозоне необходимо разработать такую стратегию действий и обеспечивающие ее структуры, которые позволили бы справиться с экономическими различиями, не требуя отказа от политического суверенитета. Можно ли этого достичь? Неизвестно. Можем ли мы очертить перечень того, что необходимо сделать? Да, можем.

Пределы для интеграции еврозоны

Если мы станем искать страну, наиболее близкую к еврозоне по размеру экономики, политическим ценностям и уровню развития, то это будет США. Разумеется, экономика США гораздо более интегрирована, чем экономика еврозоны: и это результат не только длительной истории в составе единой страны, единого языка, общих правовых традиций и свободы передвижения в пределах страны, но в первую очередь того обстоятельства, что в США торговля между штатами составляет большую долю ВВП и намного выше внутренняя мобильность рабочей силы.

Но еще важнее тот факт, что США предоставляет штатам целых два страховых механизма. Кроме того, устройство Соединенных Штатов подразумевает одно критически важное условие. Это условие невозможности выхода из союза. Инвесторы не станут распродавать ценные бумаги штата (его правительства или частных агентов) из боязни возможной сецессии. Гражданская война поставила точку на этом вопросе. К счастью, никто бы не стал бы воевать за единство еврозоны. К несчастью, это означает, что угроза ее распада неустранима. Первый страховый механизм на вооружении США — это федеральная система налогообложения и расходов, которая не только смягчает экономические шоки, но и позволяет частным лицам и предприятиям пережить банкротство местных властей или правительства штата почти без потерь по сравнению с дефолтом еврозоны. Второй и, возможно, даже более важный страховой механизм — это поддержка финансовой системы со стороны министерства финансов США и ФРС. Страшно даже представить, что было бы в 2008 году, если бы спасать из-под завалов американскую финансовую систему пришлось правительствам Нью-Йорка, Южной Каролины или Калифорнии, где расположены крупнейшие финансовые институты (см. рис. 47).

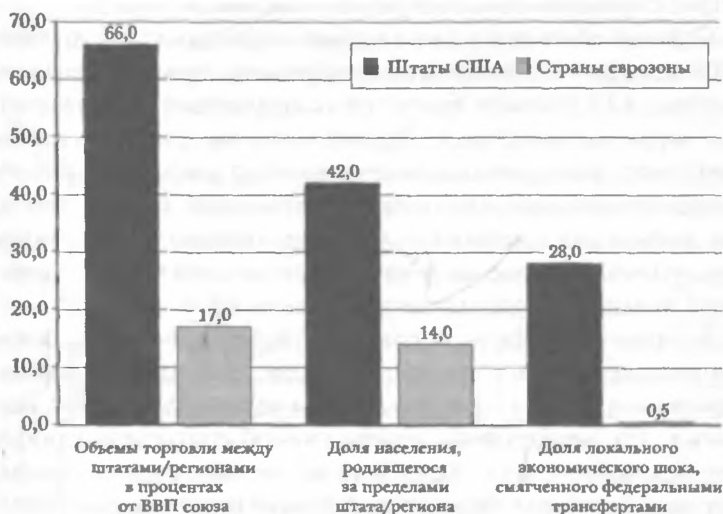


РИС. 47. Критерии прочности валютного союза (в %)

Источник: O'Rourke and Taylor.

Исправление дисбалансов доходов и расходов

Самая насущная задача еврозоны — исправление дисбалансов. Уязвимые страны должны вернуться к внутреннему и внешнему равновесию — устойчивому внешнему сальдо, устойчивому бюджету и полной занятости.

Болезненность процесса исправления дисбалансов лишь отчасти объясняется недоступностью такого полезного инструмента, как курс национальной валюты; гораздо важнее, что процесс исправления носит односторонний характер. Не факт, что уязвимые страны смогут сосуществовать со странами-кредиторами в случае, если последние сохраняют столь же значительные и постоянные профициты текущего счета (см. рис. 34). Если Германия и другие страны с профицитом станут поддерживать его за счет торговли со странами вне еврозоны, то курс евро наверняка вырастет. Рост курса евро еще больше снизит конкурентоспособность уязвимых стран. В сущности, положительное сальдо текущего счета стран-кредиторов — это насос, выкачивающий спрос из уязвимых стран. Не имеет смысла прикладывать усилия к укреплению их конкурентоспособности, если общий спрос не расширяется. Это игра с нулевой суммой. Строить будущее еврозоны на такой игре — чистая глупость.

Отсюда вытекают два важных следствия. Во-первых, ЕЦБ должен активнее стимулировать спрос внутри еврозоны. Он должен быть готов применить чрезвычайные меры воздействия. Кроме того, он должен установить более высокий целевой ориентир инфляции, чтобы облегчить коррекцию относительных цен. Если совокупная инфляция составит 3–4% в год, никакой катастрофы не случится. Также разумно будет установить для еврозоны номинальный целевой уровень ВВП.

Второе следствие в том, что нужны более строгие нормы регулирования дисбалансов. Наибольший вклад в сохранение дисбалансов внутри еврозоны вносит Германия. Ей необходимо найти способ сократить профицит текущего счета. Если она не желает сжить профицит посредством бюджетной политики, пусть сделает что-то другое. Кроме того, предпочтительно, чтобы потоки капитала внутри еврозоны не приобретали форму

долга, в том числе банковского долга. Банкам позволялось играть слишком большую роль в финансовых отношениях еврозоны. Лучше было бы положиться на работу рынков капитала, приняв необходимые меры для обуздания теневой банковской системы, так навредившей Соединенным Штатам.

Исправление финансовых отношений

Процесс исправления финансовых балансов должен быть симметричным, касающимся всех участников финансовых отношений. Но то же относится к задаче финансовой помощи пострадавшим экономикам. Хорошо известно, что частные финансовые потоки разворачиваются гораздо быстрее, чем к этому может приспособиться экономика, вызывая ненужные глубокие и затратные для общества обвалы. В отсутствие механизма гибкого валютного курса нерыночное финансирование тем более важно.

Внутри еврозоны функцию кредитора последней инстанции выполняет ЕЦБ. Разумеется, создание «Европейского механизма стабильности», а также финансирование (и экспертная поддержка) со стороны МВФ обеспечивают некоторую защиту. Однако в тяжелейшие моменты рыночной паники страны еврозоны, особенно Италия и Испания, нуждались в другом — в надежной защите от потери ликвидности на рынках государственного и банковского долга. У них не было того, что было у Великобритании и США: помощи центрального банка. В самом деле, как убедительно пишет Пол де Грауве, ныне работающий в Лондонской школе экономики, паника на финансовых рынках, опасность краха национальных банковских систем, неспособность правительства найти финансирование — все это вызвал ЕЦБ, не сумевший обеспечить ликвидность на долговых рынках, как это с успехом сделала во время кризиса ФРС¹⁸. Именно всеобщая уверенность в том, что ЕЦБ готов до-

18. См.: Paul de Grauwe and Yuemei Ji, 2013, 'Panic-Driven Austerity in the Eurozone and its Implications', 21 February 2013, <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-Eurozone-and-its-implications>. См. также Martin Wolf, 'Be Bold, Mario, Put Out that Fire', *Financial Times*, 25 October 2011, www.ft.com.

пустить переход кризиса ликвидности на рынках государственных облигаций в волну суверенных дефолтов, породила опасное сращение слабых банков и слабых правительств, поддерживавших друг друга подобно паре обнявшихся пьянчуг.

Правительства не дают обеспечения по своим займам. Спад или подъем на рынках государственных ценных бумаг определяется ожиданиями участников: каждый участник готов одалживать, если, в его понимании, остальные тоже готовы одалживать — сейчас или в будущем. Подобные рынки подвержены самореализующейся панике и поэтому им нужен надежный покупатель последней инстанции — центральный банк. У Великобритании такой центральный банк есть. У членов еврозоны его нет. По сути, им приходится занимать в псевдоиностранной валюте.

Следует подчеркнуть, что если бы ЕЦБ удалось восстановить равновесие на рынке государственных облигаций, то проблемы банков решились бы сами собой, поскольку опасения об их состоятельности следовали из боязни суверенного дефолта. Такого капитала, который мог бы защитить европейскую банковскую систему от дефолтов ключевых суверенов, просто не существует. Нелепо предполагать, что суверен может обеспечить защиту банков от риска собственного дефолта. Но поскольку грамотно управляемой еврозоне незачем подвергать себя риску дефолта, вызванного нехваткой ликвидности, нужно пресекать его на корню.

У ЕЦБ имелись для этого все возможности и, в конце концов, он запустил летом 2012 года программу прямых монетарных операций ОМТ, которая увенчалась значительным успехом и существенно облегчила положение двух ключевых уязвимых стран — Италии и Испании (см. рис. 7). Остается только сожалеть, что он не сделал этого раньше. Но даже программа ОМТ на практике может не сработать — как уже говорилось в главе 2, ЕЦБ противоречит сам себе, когда обещает оказывать неограниченную, но условную помощь. Легко представить ситуацию, при которой ЕЦБ не решится помогать, видя, как победившие на выборах политики отказываются выполнять поставленные им условия. К сожалению, подобные конфликты наиболее вероятны в разгар ост-

рейшего кризиса. Хочется надеяться, что до этого никогда не дойдет. Но такой риск есть.

Финансирование не должно быть слишком щедрым, чтобы не лишить страны стимулов к исправлению дисбалансов, однако оно должно продолжаться достаточно долго, чтобы это исправление можно было осуществить. Чтобы убедиться в справедливости этого тезиса, достаточно посмотреть на огромную перегрузку, которую испытывают правительства и кредитные рынки уязвимых стран, несмотря на интервенции ЕЦБ: масштабные сдвиги в состоянии текущего счета, слабость экономики и высокую безработицу. Дальнейшее усугубление ситуации недопустимо с моральной и бессмысленно с практической точки зрения.

Реструктуризация долга

Исправление дисбалансов, финансирование и экономический рост — все это первоочередные условия для возвращения экономики еврозоны в нормальное состояние. В совокупности эти факторы решают проблему «потоков» — то есть соотношения потоков доходов и расходов, включая платежный баланс. Но существует также проблема «запасов» — унаследованный от прошлых ошибок навес частного и государственного долга. Чем ниже процентные ставки, тем проще обслуживать долг. Тем не менее государственный долг каждой из пострадавших стран в конце концов достигнет чрезвычайного уровня, и потребуются крайне много времени, чтобы снизить его до приемлемых значений. К тому же, как подсказывает опыт, чтобы в будущем можно было воспользоваться бюджетной политикой для смягчения рецессий, уровень долга должен быть низким. Еще более глубокая причина, почему членам еврозоны нельзя иметь высокий уровень государственного долга, заключается в том, что они не вполне суверенны, ибо связаны узами валютного союза и лишены собственного центрального банка, который обеспечивал бы надежный спрос на их государственные облигации.

В ряде случаев, возможно, потребуется единовременная реструктуризация долга — в первую очередь в Греции (см. рис. 48). Это наверняка создаст новые трудности,

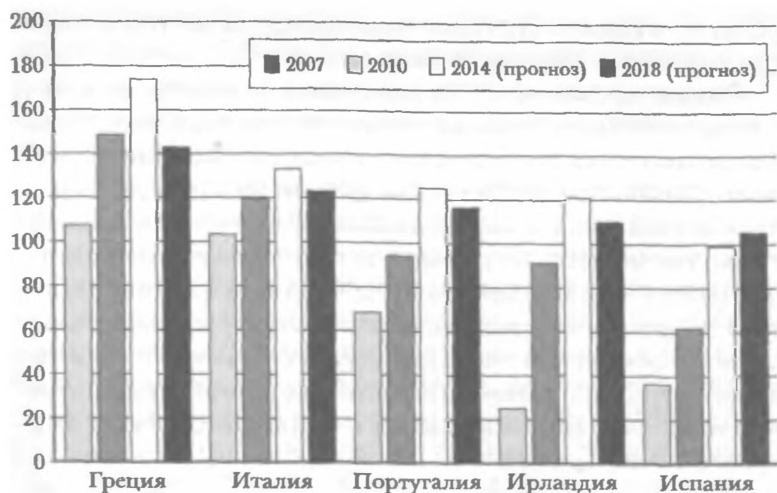


РИС. 48. Валовой государственный долг (в % от ВВП)

Источник: IMF World Economic Outlook Databas.

главным образом для банков: возможно, потребуется также реструктуризация долгов банков, как сделали в Исландии и на Кипре. Но во всяком случае следует покончить с укоренившейся практикой спасать банки за счет налогоплательщиков. Это неприемлемо. Хорошей альтернативой реструктуризации долга как крайнему средству может стать соглашение о снижении процентных ставок и продлении сроков погашения при непосредственной поддержке стран-кредиторов и/или ЕЦБ. Поскольку страны-кредиторы, как говорилось в главе 5, несут полную ответственность за разлад в экономике, они должны в полной мере вложиться в восстановление порядка. Есть еще один путь избавиться от долгов — стремительный экономический рост. Но его возможность зависит от скорости исправления дисбалансов.

Реформы

Теперь предположим, что еврозоне все-таки удастся исправить дисбалансы, обеспечить финансирование и реструктуризацию долгов, оздоровив тем самым экономику. Каким еще условиям она должна удовлетворять, чтобы этот валютный союз в остальном независимых го-

сударств был жизнеспособен? Рассмотрим, что для этого полезно, а что — вредно.

Во-первых, еврозоне нужен полноценный банковский союз. Сегодня ясно, что уязвимые страны не способны защитить свои банки, до сих пор казавшиеся полными сил. Вот почему жизненно необходим банковский союз, аналогичный тому, что был создан в США. В нем должны быть несколько элементов: первое — эффективный режим урегулирования несостоятельности для всех банков, независимо от их размера, который распределяет потери между кредиторами с помощью конвертируемых в акции облигаций (см. главу 7, где подробно рассказывается об этом финансовом инструменте). Поскольку это будет трудно осуществить, для еврозоны особенно важно повысить нормативы достаточности капитала, о которых также речь шла в главе 7; банки этих полунезависимых государств должны быть самодостаточны. Банковский союз такого рода будет нуждаться в жестком централизованном регулировании и надзоре, в частности в жестком макроруденциальном регулировании, способном как минимум предотвратить неуправляемые бумы кредитования, приносящие столько бедствий. Еврозона довольно далеко продвинулась на этом пути, заключив в марте 2014 года соглашение о банковском союзе¹⁹.

Но чтобы банковский союз заработал, нужен источник безупречных по надежности активов — только так можно вырваться из заколдованного круга, в который попали суверенные правительства и их банки. Не стоит полагаться на облигации всего нескольких стран, в первую очередь Германии, в частности, потому что Германия стремится уменьшить размер своего государственного долга в процентном отношении к экономике. Поэтому важно обеспечить адекватное предложение еврооблигаций — облигаций, по которым страны еврозоны должны отвечать все вместе и каждая по отдельности. Выступая в качестве коллективного эмитента, еврозона могла бы гарантировать выплату, скажем, до 60% ВВП каждой из стран-членов (а значит, и всех их в совокупности), а долг сверх этого значения страны выплачива-

19. Alex Barker 'Marathon Talks Seal EU Banking Union', *Financial Times*, 20 March 2014, <http://www.ft.com/cms/s/0/adfe7be4-b04e-11e3-8058-00144feab7dc.html>.

ли бы самостоятельно. У рынка еврооблигаций такого масштаба есть громадные преимущества: это был бы второй по объему, а значит, крайне ликвидный рынок; соответственно, он был бы источником дешевого финансирования; у банков появился бы надежный актив; ЕЦБ получил бы прекрасный залоговый инструмент и мог бы легко проводить нетрадиционную денежную политику, такую как количественное смягчение. Если бы существенная доля обращающихся на рынке облигаций превратилась в еврооблигации, это резко снизило бы градус тревоги. Сильно упростилась бы реструктуризация остатка долга, поскольку исчезла бы угроза невыплаты существенной доли непогашенных обязательств.

Во-вторых, если бы банки хранили на счету еврооблигации, было бы намного легче реструктурировать оставшуюся часть государственного долга, не подвергая сомнению «принцип долговой самостоятельности», согласно которому одни члены Евросоюза не несут ответственности за долги других членов). Правило долговой самостоятельности намного понятней, чем недемократические, произвольные с экономической точки зрения, с трудом поддающиеся измерению и интерпретации ограничения структурного (то есть циклически скорректированного) бюджетного дефицита, установленные в «Договоре о стабильности, сотрудничестве и управлении в экономическом и валютном союзе», подписанном в марте 2012 года²⁰. Применение этих норм должно происходить в соответствии с национальными правовыми процедурами. Но как должны выглядеть процедуры по применению столь неточно определенной экономической концепции, как «структурный бюджетный дефицит»? В той же мере, в которой это понятие с экономической точки зрения важнее, чем обычный бюджетный дефицит, ему труднее дать юридическое определение. В валютном союзе единственный национальный механизм стабилизации — это бюджетная политика. Нельзя отказываться от него, доверяясь произвольно установленным нормативам. Еврозоне нужно отказаться от концепции «дисциплинирующий союз» и заменить его более эффективным принципом долговой самостоятельности.

20. См. http://en.wikipedia.org/wiki/European_Fiscal_Compact.

В-третьих, ЕЦБ должен стать настоящим современным центральным банком, одна из целей которого — охранять стабильность в экономике еврозоны. Пока он явно не справляется с такой ролью. Изменения в бюджетном и банковском порядке, озвученные выше, должны стать в этом процессе большим подспорьем. Но не исключено, что в конце концов придется внести поправки в европейские соглашения, чтобы расширить свободу маневра ЕЦБ в экстремальных ситуациях, в частности, дав ему право прямого выкупа государственных бумаг. Подобное право очень пригодится в случае, когда настанет момент опробовать программу ОМТ и выяснится, что она не эффективна.

Наконец, все упомянутые выше мероприятия подразумевают ту или иную форму бюджетного союза — не в виде постоянных бюджетных трансфертов, но в форме общей подушки безопасности для единой банковской системы и рынка еврооблигаций. Со временем, возможно, придется передать часть бюджетной ответственности от государств-членов к единому центру. Также может понадобиться предусмотреть ресурс для централизованной бюджетной стабилизационной политики.

Почему впереди нас ждут невзгоды

Мини-еврозоны, включающая Германию, ее давних партнеров и, возможно, Францию, наверняка не знала бы проблем. Но реальная еврозона, расширенная и менее слаженная, унаследовала тяжкие и длительные депрессии и острое недовольство населения. Единая валюта разделяет Европу, вместо того чтобы ее сплачивать. Как и предупреждали ее противники, еврозона стала несчастливым союзом. И все-таки развод, как показано в этой главе, тоже принесет много горестей. Его экономические и политические последствия могут быть разрушительными. Из страха перед катастрофическими последствиями стороны могут никогда не решиться на развод. Но если стороны остаются в браке, приносящем одни невзгоды, только потому, что развод еще хуже, — ужасная перспектива для Европы. Намного лучше было бы обратить плохой брак в брак счастливый.

Пока еврозоне до этого далеко. Во время кризиса стороны проявили поразительную способность к импровизации. Все делалось в последнюю секунду. Как сказали бы британцы, приходилось действовать «по наитию». Чтобы сделать брак счастливым, нужны более глубокие изменения. Успеху препятствуют три фактора. Во-первых, при всем желании создание работоспособного валютного союза — дело очень непростое, особенно с учетом огромных различий в структуре экономик, экономической культуре и политическом устройстве стран-участников. Во-вторых, по-прежнему существуют расхождения экономико-идеологического характера. Несомненно, сейчас Германия достаточно могущественна, чтобы навязывать свои представления. Но это не значит, что все их разделяют. Также это не означает, что все захотят их реализовывать. Германия, может быть, является гегемоном, но и она не всесильна. В-третьих, сегодня народы стран еврозоны не особенно рады друг другу и, что еще важнее, не склонны отождествлять себя друг с другом. А поскольку политика остается в национальных границах, демократическая легитимность остается угрозой единству. Сейчас дела идут не лучшим образом. Но могут пойти еще хуже.

Чтобы создать счастливый союз, придется преодолеть действительно трудные преграды. Но не нужно гнаться за идеалом, поскольку ни одно экономическое соглашение не идеально. Все, что нужно, — сделать «достаточно хорошую» систему. Чтобы союз усиливал Европу, а не ослаблял ее, еврозоне нужны симметричное исправление дисбалансов, реструктуризация долга и более фундаментальные реформы, в том числе в части бюджетных соглашений. И степень, в которой должны измениться внешние дисбалансы, и необходимая глубина реформ пока что выходят за область допустимого для Германии. Но Германия ничего не добьется, пытаясь сохранить свой гигантский внешний профицит, низкую инфляцию, сугубо национальный характер ответственности по банковским долгам и постоянно ужесточаемую бюджетную дисциплину. Еврозоне нужно превратиться в нечто иное. Вопрос только в том, сможет ли она успешно и не усугубляя диспропорции преодолеть свои недостатки, прежде чем станет слишком поздно.

Заключение.

На сей раз мир погибнет от огня¹

Взгляд из долгосрочного периода — плохой руководитель для анализа текущего положения дел. В долгосрочном периоде мы все мертвы. Экономисты слишком облегчили бы себе задачу и лишили бы ее смысла, если бы в сезоны бурь могли бы только сказать, что, когда шторм пройдет, океан снова утихнет.

Джон Мейнард Кейнс, «Трактат о денежной реформе», 1923²

Среди всех способов организовать банковское дело самый худший мы имеем сегодня.

Мервин Кинг, «Банковское дело от Бэджота до Базеля и обратно», 2010³

НАЧИНАЯ с 1980 года мир пережил шесть важнейших с глобальной точки зрения финансовых кризисов: долговой кризис в Латинской Америке начала 1980-х годов; кризис в Японии 1990-х годов; «текиловый кризис» 1994 года, сильнее всего поразивший Мексику, но также затронувший другие латиноамериканские страны; восточноазиатский кризис 1997–1999 годов; глобальный финансовый кризис 2007–2009 годов и финансовый кризис еврозоны 2010–2013 годов. В этот список не попали многие кризисы национального масштаба — к примеру, кризис 2001 года в Аргентине, — а также важные региональные кризи-

-
1. Название этой главы я позаимствовал у американского писателя Джеймса Болдуина, автора изумительной книги: James Baldwin, *Fire Next Time* (New York: Dial, 1963). Он озаглавил свою книгу строчкой из афроамериканского духовного песнопения: «Послал Господь Нюю радугу в знак — не от воды мир погибнет, а от огня». Ср. 2 Петра 3:6–7.
 2. John Maynard Keynes, *Tract on Monetary Reform* (London: Macmillan, 1923), p. 80; Джон Мейнард Кейнс, *Общая теория занятости, процента и денег. Избранное* (Москва: Эксмо, 2008).
 3. Mervyn King, 'Banking from Bagehot to Basel, and Back Again', 25 October 2010, The Second Bagehot Lecture, Buttonwood Gathering, New York City, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech455.pdf>, p. 18.

сы, в том числе скандинавский кризис начала 1990-х годов. Согласно одному авторитетному источнику, с 1970 по 2011 год произошло 147 банковских кризисов⁴.

Экономическая глобализация, движущими силами которой выступали международная торговля и прямые иностранные инвестиции, принесла впечатляющие результаты, в первую очередь успешную интеграцию Китая и в меньшей мере Индии в мировую экономику, но вместе с тем резко снизила уровень бедности в этих странах, как и в других формирующихся и развивающихся экономиках. Эта книга ни в коей мере не преуменьшает этих замечательных достижений. Но финансовые кризисы к достижениям *не* относятся. Совсем наоборот, они — бедствие. В сущности, далеко не очевидно, что глобализация долговых потоков, особенно тех, источником которых были банки, принесла выгоду не только финансовым посредникам, заинтересованным в этих операциях, но и мировой экономике в целом.

Страшнее всего, что кризисы становятся все масштабнее и сеют все больше разрушений на глобальном уровне. Последние два — глобальный финансовый кризис и кризис еврозоны — ударили в самое сердце мировой экономической системы, поразив страны, производящие в совокупности не менее половины глобального экономического продукта (если рассматривать еврозону как одно целое). Формирующиеся и развивающиеся экономики довольно неплохо справились с последствиями кризиса. Но точка еще не поставлена: вполне возможно, что методы, которыми эти страны боролись с кризисом, в частности, смягчение бюджетной политики и расширение кредитования, основательно повредят им в долгосрочном периоде.

У стран с высоким доходом имелись денежные и бюджетные ресурсы, чтобы не допустить превращения кризиса в полный экономический крах. Но вместе с тем им пришлось принять крайние меры, в первую очередь, на долгие годы опустить процентные ставки до близкого к нулю уровня, допустить гигантский рост бухгалтерских балансов центральных банков, раздуть бюджетные дефициты

4. Luc Laeven and Fabian Valencia, 'Systemic Crises Database: An Update', International Monetary Fund Working Paper, WP/12/163, June 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>.

до уровней, которые раньше наблюдались только в периоды мировых войн. Более того, как следует из глав 2 и 3, глубокие рецессии все равно наступили, а восстановление оказалось слабым. Всех последствий предпринятых мер мы до сих пор не знаем. К тому же как породившие кризис процессы, так и сам кризис оставили в наследство громадный груз частного и государственного долга. Слабо верится, что страны с высоким доходом смогут пережить еще один такой кризис, если он произойдет в течение следующих десяти-двадцати лет, не допустив при этом массовых дефолтов в частном или государственном секторе — прямых или косвенных, путем инфляции. В следующий раз гибель наверняка придет от огня.

Ситуация отчаянная. Кейнс был прав: ожидания и страхи относительно долгосрочного будущего не должны мешать решительным действиям в краткосрочном периоде. В 1930-е годы экономические власти старались ничего не делать или, что еще хуже, сокращали расходы, вызвав тем самым ужасающие экономические и политические последствия. Как говорилось в главах 8 и 9, экономические власти не должны сидеть сложа руки, если возникают трудности. Но, кроме того, они должны всеми силами стараться предотвратить эти трудности. Наблюдая за тем, как кризисы приобретают все больший размах и как применяемые меры раз за разом не срабатывают, нужно заключить: наша политика страдает серьезными дефектами. Об этом говорил Мервин Кинг, глава Банка Англии, когда кризис был в самом разгаре. Очевидно, что сочетание либерализации и глобализации расшатало финансовую систему. Почему это произошло? К каким последствиям это привело? Что следует с этим делать? Почему это так важно? Все эти вопросы рассматриваются в заключительной главе.

Что произошло?

Если мы посмотрим на дискуссию о причинах произошедшего, то обнаружим несколько версий: глобальный избыток сбережений и сопряженные с ним глобальные дисбалансы; экспансионистская денежная политика, игнорировавшая рост цен активов и раздувание кре-

дита; неустойчивая финансовая система; неграмотное, а то и коррумпированное, регулирование.

Этот пестрый набор объяснений напоминает басню о четырех слепцах, щупавших слона за разные части тела и пытавшихся угадать, что перед ними. Один сказал, что это змея; другой, что это парус; третий, что это трос; и последний, что это четыре дерева. Правильный ответ: это слон. Вот и в нашем случае каждый щупает экономического слона, но за свой участок тела. Каждое из объяснений не противоречит правде. И больше того — все они друг друга дополняют. У наших героев не семь возрастов, но семь этапов. Посмотрим же, как они выступают в семи действиях нашего произведения.

Нестабильность кредита

Наша система победившей финансовой либерализации — это машина по производству кредита и долга со встроенным двигателем в виде финансового рычага. Банки составляют главную, но отнюдь не единственную часть этого механизма. Выдавая ссуды, банки автоматически создают кредит и долг, но в разной степени тот же эффект оказывают система ценных бумаг, действующая по принципу «эмитируй и распределяй», система частного акционерного капитала и хедж-фонды, а также, не в последнюю очередь, рынки производных финансовых инструментов. Наша государственно-частная, основанная на кредите денежная система подвержена взрывному росту в тучные годы и схлопывается в тощие. Разрастаясь, она подхлестывает излишнюю уверенность инвесторов, раздувает кредит и финансовый рычаг, придает поведению инвесторов крайние формы — не противоречащие закону, находящиеся в «серой зоне» или прямо нарушающие закон. Когда денежная система схлопывается, возникает паника, прекращается кредитование, снижается финансовый рычаг и начинается поиск козлов отпущения и злодеев. Так было всегда. Вопреки убеждению многих Панглоссов от экономической теории, внимательные наблюдатели давно ожидали беды (см. главу 6). Но при современном уровне развития информационных и коммуникационных технологий, с появлением финансовых нововведений, в усло-

виях глобализации система принялась генерировать сложность и хрупкость с таким размахом, разнообразием и быстротой, как никогда ранее в истории. К счастью, готовность и способность властей к принятию ответных мер тоже росли. В 2008 году на глобальном уровне, а затем в 2009 году в еврозоне власти и финансовый сектор сыграли вничью. В отсутствие антикризисной политики результаты могли оказаться гораздо хуже, чем в 1930-е годы. С другой стороны, если ситуация повторится, пусть даже в ближайшее время, прибегнуть к прежним антикризисным мерам уже не получится — по причинам как финансового, так и политического плана.

Ответ формирующихся экономик

Истинный облик финансовых рынков формирующиеся экономики узнали в 1980-е и 1990-е годы. Многие из них решили обезопасить себя от капризов международных финансов и стали накапливать резервы иностранной валюты, строя экономический рост на экспорте, а не кредите. Пусть теперь долги набирают другие, решили они. И эти другие — преимущественно страны с высоким доходом, в первую очередь США и формирующиеся экономики Европы, — отыграли свою партию превосходно. Формирующиеся экономики проявили немало проницательности. В конце концов, странам с высоким доходом было намного легче противостоять финансовому кризису: их финансовые институты составляли ядро глобальной финансовой системы и в их руках были главные в мире резервные валюты. Какой бы ужасный кризис ни случился, эти страны могли просто напечатать себе дорогу к спасению — роскошь, которой были лишены почти все из формирующихся экономик, вовлеченных в мировую экономику. Чтобы защититься, страна с формирующимся рынком нуждалась в безупречно устойчивом состоянии внешних счетов. Такую позицию сумел занять Китай, который к моменту начала кризиса накопил огромные резервы, обеспечил значительный профицит текущего счета и установил контроль над валютными операциями. В 2008–2009 годах он извлек всю возможную пользу из своей ситуации, но последовавший кредитный бум создал в экономике Китая очаги финансовой хрупкости.

Глобальный избыток сбережений

Таким образом, вслед за Китаем, новым экономическим гигантом, развивающиеся страны перешли к существенному профициту текущего счета. Схожим образом к профициту текущего счета (согласно определению это превышение дохода над расходами или сбережений над инвестициями) перешли и страны с высоким доходом, в первую очередь Германия. В Японии частный сектор поддерживал громадный избыток сбережений на протяжении многих лет после краха «экономики мыльного пузыря» в 1990 году. Рост цен на сырьевые товары в 2000-е годы создал новую группу стран с избытком сбережений, а именно стран — экспортеров сырья, в частности нефти, в том числе Саудовскую Аравию и другие страны Персидского залива. В ряде стран с высоким доходом, не в последнюю очередь в США, сектор нефинансовых корпораций также перестал нуждаться в средствах извне. Напротив, рост прибылей и низкая склонность к инвестированию превратила его в чистого поставщика сбережений для остальной экономики. Наконец, во многих странах, особенно в развитых, произошел мощный сдвиг в распределении дохода — от зарплат в пользу прибылей, а среди получателей зарплаты — от тех, кто находился внизу и в середине распределения, к верхушке; отчасти это стало результатом глобализации, отчасти — технологических новшеств, отчасти — финансовой либерализации, отчасти — изменения социальных норм, особенно принципов корпоративного управления⁵. В итоге склонность к сбережению по сравнению со склонностью инвестировать значительно выросла, и долгосрочные реальные процентные ставки в быстрорастущей мировой экономике установились на крайне низком уровне (см. рис. 30)⁶. Так сло-

5. Ту же мысль подтверждает Томас Пикетти: Thomas Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, trans. Arthur Goldhammer (Cambridge, MA, and London: Harvard University Press, 2014); Томас Пикетти, *Капитал в XXI веке* (Москва: Ad Marginem, 2015).

6. Подробный разбор динамики реальных процентных ставок приводится в International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2014, ch. 3, <http://www.imf.org/external/Pubs/ft/weo/2014/01/>.

жился глобальный избыток сбережений, на который в 2000-е годы справедливо указал Бернанке. Но с равным правом эту ситуацию можно было бы назвать глобальной «нехваткой инвестиций». В краткосрочном периоде сверхнизкие реальные процентные ставки повышают цены на долговременные активы, особенно на недвижимость. В долгосрочном периоде избыток сбережений порождает «вековую стагнацию», при которой равновесные реальные процентные ставки отрицательные; такими они стали после 2008 года, а возможно, были и в преддверии кризиса, как считает Лоуренс Саммерс, бывший министр финансов США⁷.

Глобальные дисбалансы

Если воспользоваться понятиями из главы 5, можно сказать, что целый ряд стран достиг внутреннего баланса посредством внешнего дисбаланса, или, точнее, экспортировал излишние сбережения в форме профицита текущего счета (что то же самое, но в других словах). Если какие-то страны экспортируют излишние сбережения, другие *должны* их импортировать. Единственный способ импортировать излишние сбережения — это сформировать дефицит текущего счета. Но для этого нужно поднять внутренний спрос, иначе снизится выпуск и появятся внутренние дисбалансы. Теперь посмотрим, что могут сделать центральные банки, столкнувшись с подобными дисбалансами на внутреннем рынке, по большей части вызванными внешними дисбалансами. Ответ: чтобы не допустить спада, они должны стимулировать внутренние расходы. Это предписывает их мандат: удерживать выпуск как можно ближе к потенциальному уровню, а инфляцию — к целевому значению. Но после краха фондового рынка в 2000 году осуществлять эту политику, пользуясь каналом корпоративных инвестиций, стало невозможно. Сами нефинансовые

7. См.: The speech by Lawrence H. Summers at the 14th IMF Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, 18 November 2013, <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/>. См. также: 'Why Stagnation Might Prove to Be the New Normal', *Financial Times*, 15 December 2013, <http://www.ft.com/cms/s/2/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabdco.html>.

корпорации не только не помогали решить проблему, но, наоборот, усугубляли ее, скапливая избыточные сбережения. (Отчасти накопление излишков объяснялось тем, что корпорациям нужно было покрывать дефицит своих пенсионных фондов.) Поэтому требовался другой выход. Таким выходом стали инвестиции в жилье и повышение расходов домохозяйств. К счастью для центральных банков, по крайней мере для тех из них, кто не заглядывал дальше краткосрочного периода, падение реальных процентных ставок стало тем, что Хайман Мински называл «структурным сдвигом» — фактором, запускающим неуправляемый бум кредитования. Рост цен на жилье раскрутило кредитный маховик — прежде всего в США, но также и в других странах с высоким доходом и странах с формирующимся рынком на западной, южной и восточной периферии Европы, где кредит был достаточно эластичен. Так что центральным банкам было на что опереться.

Финансовое дерегулирование

Центральные банки хотели развести по-настоящему большой пожар и не стеснялись подливать бензина в огонь. Финансовый сектор, получавший все больше свободы, не имел ничего против. Его щедро вознаграждаемые участники нашли идеальных заемщиков среди неразумных и плохо понимающих происходящее домохозяйств. Создаваемые на основе этого долга ценные бумаги тоже нашли покупателя среди неразумных и плохо понимающих происходящее инвесторов, часть из которых составляли нерационально высоко вознаграждаемые подразделения тех же финансовых структур, что создали долг. Прямое или завуалированное мошенничество, не говоря уже о приукрашивании статистики (например, со стороны рейтинговых агентств), расцвело пышным цветом. Одновременно бурно росли задолженность и потребление домохозяйств, раскручивая финансовый бум. Как следствие, образовалось не просто слишком много долгов, но долгов сомнительного качества, да еще и с огромным рычагом в финансовом секторе: например, в 2000–2007 годах медианный уровень рычага у британских банков повысился с 20:1

до 50:1⁸. Регуляторы, политики и экономисты, их консультировавшие, либо до конца не знали обо всех угрозах, либо не могли или не хотели им противостоять — отчасти потому, что попали под влияние объектов регулирования, отчасти из-за близости к ним и личных выгод, но чаще всего потому, что совершили те же самые когнитивные ошибки.

Ошибки антикризисного управления

Их было немало: плохая подготовленность; непонимание сути происходящего, особенно всей разветвленности последствий; политическое, интеллектуальное и административное противодействие своевременным мерам; неизбежные трудности борьбы с кризисом, предполагающей международное сотрудничество, и в особенности политическая и институциональная неготовность еврозоны. В целом, учитывая все препятствия, с бедствием справились гораздо лучше, чем следовало ожидать. Крушения масштаба 1930-х годов удалось избежать. Обвал удалось остановить и повернуть вспять. Но глубокие отметины все еще заметны: рецессии оказались слишком долгими, а вернуть докризисные темпы роста выпуска и производительности на момент написания книги (2014 год) не удалось⁹.

Ошибки управления после кризиса

После перехода в 2010 году к мерам жесткой бюджетной экономии (см. рис. 42) и начала слабого восстановления денежная политика осталась главным инструментом поддержки этого восстановления. В странах с циклически скорректированным дефицитом текущего счета стремлением достичь циклически скорректированного сбалансированного бюджета циклически скорректированный финансовый баланс частного сектора должен

8. Independent Commission on Banking, *Interim Report: Consultation on Reform Options* (London, April 2011), <http://s3-eu-west-1.amazonaws.com/htcdn/Interim-Report-10411.pdf>, Fig. 2.1, p. 18.

9. Содержательный и поучительный рассказ о действиях властей в ответ на кризис приводит Тимоти Гайтнер, бывший министр финансов США, в: Timothy Geithner, *Stress Tests: Reflections on Financial Crises* (New York: Crown Publishers, 2014).

был стать отрицательным: иными словами, частный сектор должен был тратить больше, чем имел доходов, и, соответственно, больше занимать. Чтобы добиться этого, нужно было перезапустить механизм кредитования частного сектора. Именно это и старались сделать центральные банки. Убежденность в том, что если государственные заимствования — это опасность, спасением от которой являются частные заимствования, выдержала все повороты судьбы. Велик шанс, что если мы не распростимся с этой на удивление стойкой догмой, то следующий, еще больший кризис будет неизбежен.

Заключение

Лейтмотив нашей истории — это взаимодействие между глобальными макроэкономическими силами и все более хрупкой либерализованной финансовой системой. Но неверно полагать, будто причинно-следственная связь действует лишь в одном направлении. Еще большую запутанность этим взаимоотношениям придают пузыри на рынках активов, а также денежная и бюджетная политика. Крайне наивно думать, что в подобных условиях центральный банк может таргетировать цены на товары и услуги и быть уверенным в стабильности кредитования и финансового сектора, который одновременно создает долги и оперирует ими. Но это не конец нашей истории. Нетрудно допустить, что критики нынешней операции по спасению экономики правы и ее размах приведет к еще большим кризисам в будущем. Огромные суммы ликвидных средств, сохранить стоимость которых во время кризиса удалось лишь за счет налогоплательщиков, теперь блуждают по миру под руководством агентов, вознаграждаемых только за получение краткосрочной выгоды.

Что нам досталось в наследство?

Пока слишком рано говорить, как начавшаяся в 2007 году полоса кризисов изменила мир. Отчасти это будет зависеть от того, смогут ли пострадавшие экономики

начать сильное и устойчивое восстановление. Это возможно, хотя и кажется маловероятным. И все-таки некоторые черты будущего мира различимы уже сегодня, как говорилось во введении.

Теперь очевидно, насколько велики экономические и финансовые издержки от неправильной работы финансовой системы. Конечный размер этих издержек пока неизвестен. Но и в США, и в Великобритании расходы бюджета составили сумму того же порядка, что и стоимость ведения мировой войны, а приведенная стоимость экономических потерь может оказаться даже выше, поскольку после войн экономика, как правило, восстанавливается быстрее, чем после финансовых кризисов (см. главу 8)¹⁰. В пострадавших от кризиса странах еврозоны издержки будут еще значительней. Очевидно, что перед кризисом определенная доля ВВП была временной, обусловленной перегревом экономики. Но, как говорилось в главе 8, попытки представить столь громадные потери как нечто неизбежное выглядят неубедительно. Регуляторы имели возможность вмешаться раньше и не допустить столь глубокого падения совокупного спроса и, соответственно, столь значительные долгосрочные издержки. Так, согласно исследованию, проведенному МВФ, чем ярче выражен стимулирующий характер макроэкономической политики сразу после кризиса, тем меньше долгосрочные потери в выпуске¹¹.

Кроме того, в наследство нам достанется нагромождение частных долгов, в основном накопленных еще до кризиса, а также государственных долгов, набранных после него. Чем безрадостнее перспектива экономического роста, тем чаще властям придется прибегать к помощи четырех всадников посткризисного апокалипсиса: жесткой экономии, инфляции, (финансовым) репрессиям и реструктуризации (долга). По-

10. Этот вывод основан на предположении, что снижение выпуска в 2013 году по сравнению с трендом за 1980–2007 годы представляет из себя безвозвратную потерю, что в дальнейшем экономика вернется к докризисному тренду душевого ВВП, а будущие доходы дисконтируются на реальную ставку в 3%.

11. Abdul Abiad, Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Daniel Leigh, and Irina Tytell, 'What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics After Banking Crises', WP/09/245, International Monetary Fund, November 2009.

скольку кризис основательно пошатнул дух самопроизвольного оптимизма, тем более вероятен низкий тренд экономического роста. Стоит добавить, что даже если власти захотят разогнать экономику с помощью очередного кредитного бума, то даже в краткосрочном периоде это будет нелегко.

Не менее важная часть нашего наследия — состояние денежной сферы. Никогда раньше центральные банки не были столь активными участниками экономики, как сейчас в странах с высоким доходом, в том числе и в еврозоне, где ЕЦБ стал главным действующим лицом. Если рассматривать современную денежную систему как государственно-частное партнерство, то очевидно, что после кризиса она стала гораздо более государственной и гораздо менее частной. К тому же теперь каждому известно, как важен центральный банк для создания денег и поддержки финансовой системы. Однажды выученный урок нам уже не забыть.

Выпуск в странах с высоким доходом сегодня значительно меньше, чем прогнозировалось в 2006 году, тогда как выпуск развивающихся экономик продолжает стремительно расти. Благодаря этому сдвигу центр экономической силы стал перемещаться быстрее. К тому же страны с высоким доходом не только теряют относительный экономический вес быстрее, чем предполагалось, но и, что гораздо важнее, утратили имидж стран с самым умелым управлением внутренними экономическими процессами.

Также кризис неизбежно и с особой остротой поставил вопрос о месте финансов в мировой экономике. Первый вопрос — насколько тесно следует соединять финансовые системы разных стран в одно целое. Второй вопрос — как преодолеть глобальный избыток сбережений и связанные с ним дисбалансы. Для Китая этот вопрос уже крайне животрепещущий, для Германии и, возможно, Японии пока еще нет. Все попытки реформ доказывают, что на международные институты, в частности на МВФ, нужно теперь смотреть по-новому. Та же потребность ощущается и в еврозоне. Любая попытка разрешить трудности еврозоны, превратив ее в одну большую Германию, обречена на провал. Если этого не осознать, а пока ответственные за принятие ре-

шений лица этого не осознали, дальнейшие кризисы гарантированы.

Наконец, кризис разгромил почти по всем фронтам старую ортодоксию, господствовавшую в денежной и бюджетной политике. Наивная вера в стабильность финансовой системы, освобожденной от регулирования, улетучилась надолго, возможно на пару десятилетий, за исключением разве что самых дальних уголков академического мира. Взаимное доверие между властями и финансовой системой испарилось. Как следствие, финансовую систему ждет усиление регулирования — процесс обратный тому, который происходил в радужную эпоху финансовой либерализации 1980-х, 1990-х и первой половины 2000-х годов. Продолжение старого курса маловероятно, если только не произойдет чего-нибудь экстраординарного (например, к власти в США не придет «Движение чаепития»). В экономической политике появилась новая ортодоксия. Она основана на прежней денежной политике инфляционного таргетирования, но дополняет ее усилением финансового регулирования и политикой макропруденциального надзора (см. главы 6 и 7). Но этот подход может не дать результатов. В таком случае потребуются еще более радикальные меры.

Что делать?

Ответы на этот вопрос подразделяются на две группы — относящиеся к краткосрочному и к долгосрочному периоду. Кроме того, эти ответы принадлежат к одной из четырех групп политических альтернатив. Ниже рассмотрены четыре группы ответов в зависимости от их положения в спектре: во-первых, «новая ортодоксия», ставшая после кризиса общепринятой в странах Северной Америки и Европы; во-вторых, «ликвидационизм» — возврат к свободно-рыночному капитализму XIX века; третья альтернатива — «выход за пределы новой ортодоксии», она носит более радикальный характер, чем новая ортодоксия, но в целом укладывается в ее концептуальные рамки; в-четвертых, «радикальная реконструкция» — в первую очередь (но не только)

денежной системы. По изучении альтернатив становится ясно, что самый лучший путь — прагматически сочетать все эти на первый взгляд разнородные подходы. Но ни один из них не вбирает в себя всю полноту экономической мудрости.

Краткосрочное восстановление в пострадавших от кризиса экономиках

Задача, которая требовала скорейшего разрешения, — запустить восстановление в пострадавших от кризиса странах, где темпы роста выпуска оказались гораздо ниже тренда, а уровень выпуска в 2013 году по большей части не достиг предкризисных пиковых значений. Для этого нужно устранить три взаимосвязанных препятствия: неисправность финансовой системы, избыточный уровень частного долга и нехватку спроса. В некоторых странах, особенно на юге Европы, также нужно было добиться большей гибкости в работе рыночного механизма. Ни в США, ни в Великобритании эти реформы не имели такого значения, потому что там «негибкость», очевидно, не была серьезным препятствием для роста.

Когда в 2010 году появились первые признаки стабилизации и некоторого восстановления, то в русле новой посткризисной ортодоксии бюджетную политику ужесточили, а все надежды возложили на денежную политику. Как следует из главы 8, эта политика породила значительные угрозы. При существующем долговом навесе она может не сработать. Если же она работает, то может начаться новый бум кредитования и цен на активы. Однако экономические власти почему-то решили, что полагаться на денежную политику безопасно, хотя, если денежное стимулирование чрезмерно, кредитный цикл явно повторится.

Кроме того, новая ортодоксия предполагала рекапитализацию финансового сектора и действительное, хотя и весьма скромное увеличение нормативов капитала для банков. Тем не менее этому подходу не удалось преобразить ни финансовый сектор, ни рынки — по сути, они остались теми же, что и до кризиса. В банковской сфере концентрация только усилилась: в официальном списке содержится всего двадцать девять глобальных си-

стемообразующих банков¹². Может быть, не все из них «слишком большие, чтобы обанкротиться», но в случае серьезного кризиса оздоровить эти банки будет нелегко, в том числе потому что они слишком плотно встроены в систему. К тому же эти институты по-прежнему получают громадную прямую и косвенную помощь от центральных банков и правительств¹³. В равной мере новая ортодоксия не сумела в сжатые сроки реструктурировать частный долг нефинансового сектора, хотя, особенно в США, введение процедуры банкротства позволило сильно сократить долг домохозяйств, попавших в тяжелую ситуацию после падения цен на жилье.

Восстановление, начавшееся в США под действием политики новой ортодоксии, хотя и ничтожное по историческим меркам, оказалось не столь плохим для страны, пережившей финансовый кризис и слишком большой, чтобы полагаться на рост экспорта в качестве мотора экономического роста. В остальных странах, пострадавших от кризиса, успехи были еще скромнее. Великобритания в 2010 году запустила программу жесткой экономии, лишившую наметившееся восстановление бюджетной поддержки, что в сочетании со снижением нефтедобычи в Северном море, ухудшением условий международной торговли и ростом внутренних цен на импортные товары привело к трехлетней экономической стагнации. Еще хуже дела обстояли в проблемных странах еврозоны, где возобладал подход, близкий к ликвидацииизму (о нем см. ниже).

Резюмируя, в краткосрочном периоде новая ортодоксия явно не вызвала катастрофических последствий. Однако она оказалась далеко не столь эффективной, как ожидалось. В частности, она не сумела обеспечить необходимую поддержку спросу, в том числе из-за преждевременного ужесточения бюджетной политики.

Альтернатива, которая часто противопоставлялась новой ортодоксии, — «ликвидационизм», то есть опора

12. См.: Financial Stability Board, '2013 Update of Group of Globally Systemically Important Banks (G-SIBs)', 11 November 2013, https://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131111.pdf, Annex 1.

13. См.: International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, April 2014, ch. 3, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2014/01/index.htm>.

на свободный рынок без поддержки бюджетной или денежной политики. Этот подход не особенно популярен в среде ученых-экономистов, но очень популярен среди активных участников финансового рынка, в том числе некоторых успешных спекулянтов. Этот подход выдвигал в 1930-е годы Фридрих Хайек, а также, как хорошо известно, министр финансов США Эндрю Меллон. В 1933 году Ирвинг Фишер объяснял, как опасна долговая дефляция, способная вызывать много бед, а при плохом стечении обстоятельств — привести к падению демократического режима и его замене на авторитарный режим левого или правого толка¹⁴.

Под давлением Германии еврозона проводит политику на грани ликвидационизма; тем не менее ЕЦБ временами действует довольно агрессивно, а также сохраняется некоторая бюджетная поддержка экономики. Как уже говорилось в главе 9, выбранный властями еврозоны курс — бюджетная экономия, неравновесное исправление дисбалансов (когда почти все бремя по исправлению дисбалансов несут страны с дефицитом) и ограниченная помощь банкам проблемных стран в целях их рекапитализации. Активным действиям ЕЦБ мешает боязнь подогреть инфляционные ожидания, которых особенно опасается Германия, и поэтому он противится всякой идее количественного смягчения или иной нетрадиционной политики, например, снижения процентных ставок до резко отрицательных значений¹⁵. К сожалению, смесь дефляции и ликвидационизма — это практически неизбежная часть процесса исправления дисбалансов в валютном союзе, где инфляция крайне низка. Считается, что раз в конкурентоспособных странах инфляция низкая, то в странах менее конкурентоспособных нужна дефляция. Поэтому неудивительно, что политика еврозоны вызвала глубокие и длительные рецессии в проблемных странах.

14. Irving Fisher, 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica*, 1(4), pp. 337–357, October 1933, <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fis-deb33.pdf>.

15. Об опасности низкой инфляции или даже дефляции в еврозоне см.: Reza Moghadam, Ranjit Tela and Pelin Berkmen, 'Euro Area — "Deflation" Versus "Lowflation"', 24 March 2014, IMFdirect, <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>.

Что делать регуляторам, которые хотят выйти за узкие границы новой ортодоксии, но не намерены разрешать насущные проблемы методами ликвидационизма? В качестве альтернативы можно предложить более агрессивную бюджетную и денежную политику, а также принудительную рекапитализацию банков и гораздо более быстрое списание сомнительных долгов. Важным элементом денежной политики должна временно стать более высокая инфляция, имеющая целью опустить ниже нуля реальные процентные ставки. Такая политика обеспечила бы гораздо более уверенное восстановление.

Есть и еще более радикальная краткосрочная альтернатива: «вертолетные деньги». Иными словами, правительство могло бы получать деньги от центрального банка и раздавать их налогоплательщикам. Когда люди положат вновь выпущенные деньги в банк, они приобретут депозит, а банк приобретет депозит на счету у центрального банка. В отличие от количественного смягчения подобная политика означает, что новые резервы будут *постоянными*. В противном случае может возникнуть ситуация, когда центральный банк не сможет ужесточить обращение методами денежной политики, потому что банковские резервы перестанут быть редким ресурсом: именно способность центрального банка придавать резервам редкость позволяет ему устанавливать краткосрочную ставку процента. Тогда центральному банку пришлось бы объявить, что он будет оплачивать ставку процента лишь по вновь создаваемым резервам. И это превратило бы их в разновидность обычных краткосрочных государственных заимствований.

Чтобы не допустить такого сценария, центральному банку нужно будет ужесточить требования к объему резервов, и тогда для денежной политики будут важны лишь резервы, превышающие обязательный минимум. Само собой разумеется, это будет шаг к Чикагскому плану 100-процентного резервирования, о котором говорилось в главе 6. Кроме того, это будет форма налога на банковскую систему, который банки наверняка переложат на своих клиентов. Заставить людей отказаться от банковских вкладов и перейти к другим формам сбе-

режений, лучше приспособленных к рискам, и есть одна из целей подобной политики¹⁶.

Кто-то, возможно, возразит, что время, когда можно было сосредоточить все внимание на краткосрочном восстановлении, прошло. Это не так. Учитывая масштаб падения, целью политики в течение долгих лет должен быть рост, превышающий уровень тренда, как показано в главе 8. К примеру, чтобы американская экономика вернулась к уровню докризисного тренда, потребуются десять лет роста темпом в 4%; чтобы достичь того же результата, Великобритании нужно будет в течение десяти лет расти почти на 5% в год. Если стимулирование будет агрессивным, вырастут риски инфляции. Однако потенциал повышения выпуска может оказаться гораздо выше, чем полагают скептики: после длительного периода нулевого или очень слабого роста производительности может наступить, при условии стимулирования, период роста производительности выше тренда.

В США и Великобритании показатели ВВП и ВВП на душу населения превзошли уровень тренда до Великой депрессии в период после Второй мировой войны, несмотря на огромное падение выпуска в военное время. Рис. 49 показывает, что после Великой депрессии и Второй мировой войны США полностью отыграли свой долгосрочный уровень тренда и темпы роста душевого ВВП по паритету покупательной способности (с 1870 по 2007 год они составляли 1,9%). Однако после кризиса 2007–2009 годов оба показателя остались ниже тренда. Рис. 50 показывает, что Великобритания после относительно неблагоприятного периода между мировыми войнами показала темпы роста заметно выше тренда. В 1870–1950 годах в Великобритании трендовые темпы роста душевого ВВП составляли жалкий 1%. В 1950–2007 годах они подскочили до 2,3%. После 2007 года темпы роста стали больше напоминать тренд, действовавший до Второй мировой войны. К 2014 году, несмотря на восстановление, картина не поменялась, поскольку рост производительности прискорбным образом отсутствовал.

16. Подробнейший план подобной реформы разработали Эндрю Джексон и Бен Дэйсон, *Modernising Money: Why our Monetary System is Broken and How it Can be Fixed* (London: Positive Money, 2013).



РИС. 49. США: ВВП на душу населения
(по паритету покупательной способности
в международных долларах Гир — Хамиса
в ценах 1990 года)

Источник: Maddison project; Conference Board.



РИС. 50. Великобритания: ВВП на душу населения
(по паритету покупательной способности
в международных долларах Гир — Хамиса
в ценах 1990 года)

Источник: Maddison project; Conference Board.

Таким образом, хотя финансовые кризисы вызывают глубокую рецессию, они не обязательно оставляют неизгладимый след на уровне выпуска, пусть даже для возврата к старому тренду может потребоваться немало лет. Но, чтобы это удалось, требуется такая бюджетная и денежная политика, на которую власти решились во время Второй мировой войны: огромный дефицит бюджета в сочетании с денежной политикой, удерживающей краткосрочные и долгосрочные процентные ставки на чрезвычайно низких уровнях. В мирное время такая политика кажется фантастикой, как и в 1930-е годы. Поэтому вполне вероятно, что пострадавшие от кризиса страны никогда не вернутся к докризисному тренду выпуска или хотя бы докризисному темпу экономического роста.

Долгосрочный период: пострадавшие от кризиса страны перед лицом долгосрочных вызовов

Покончить с кризисом — первоочередная задача для стран с высоким доходом. Затем нужно озаботиться здоровым и устойчивым экономическим ростом.

Трудности, связанные с новой ортодоксией, видны куда отчетливей, если обратиться к долгосрочному периоду. Первая трудность заключается в том, что современная форма ортодоксии едва ли смогла бы предотвратить тот финансовый и экономический кризис, который случился после 2007 года. Центральный элемент новой ортодоксии — макропруденциальное регулирование (см. главу 7). Но теперь представим себе следующую гипотезу. Допустим, что в середине первого десятилетия XX века властям и впрямь удалось бы повысить нормы капитала для кредиторов, заемщиков или обеих сторон. Кроме того, предположим, что они сумели уменьшить пузырь на рынке активов, расширение кредита, инвестиции в строительство и рычаг в финансовом секторе. Тогда бы они затормозили рост частных расходов и, как следствие, ослабили бы рост экономики, повысив безработицу и понизив инфляцию.

Что бы в таком случае делали органы денежного регулирования? Центральные банки, исходя из своего мандата, вновь снизили бы процентные ставки, поощряя

усиленные заимствования и подрывая работу макропруденциальных органов. Это противоречие между органами макропруденциального регулирования и денежными властями как раз и обнажилось в Великобритании в 2014 году. Иными словами, в условиях избытка сбережений, или, если угодно, хронической нехватки спроса и, соответственно, потенциальной вековой стагнации, достичь внутренней сбалансированности (то есть роста спроса наравне с потенциальным выпуском) в странах с высоким доходом (вместе взятых) удалось бы, лишь увеличивая кредит и деньги в их расширенном определении значительно быстрее, чем номинальный ВВП. В текущих условиях достичь макроэкономического равновесия можно, лишь нарушив денежное и финансовое равновесие, если только не произойдет радикальных изменений в какой-то другой части мировой экономики.

Два других элемента новой ортодоксии, важных в долгосрочном плане, — ужесточение требований к достаточности капитала и действенный режим урегулирования несостоятельности для учреждений на грани банкротства. И то и другое, конечно, имеет большое значение. Не ясно, однако, удалось ли хоть один из этих элементов довести до рабочего состояния. Я полагаю, что нормативы капитала до сих пор слишком низкие (как показано в главе 7); мы по-прежнему чересчур полагаемся на методики взвешивания активов по риску, неизбежно искажающие результат и подверженные манипуляциям инсайдеров. А кроме того, власти едва ли справятся с оздоровлением системообразующих институтов в случае кризиса (см. главу 7). Тем не менее макропруденциальная политика в сочетании с более высокими нормативами капитала, наряду с другими изменениями, должна помочь финансовому сектору и экономике в целом обрести несколько большую выносливость.

Сторонники свободного рынка считают, что надо отказаться от всякой формы финансового спасения и не пытаться устранять краткосрочные последствия. Эта точка зрения приобрела такое влияние, по крайней мере в США, что повторение программы выкупа проблемных активов (TARP) кажется теперь маловероятным, даже если в какой-то момент она станет жизненно необходимой. Легко можно понять разочаро-

ванность мерами спасения, которые возобновили прибыльные операции в финансовом секторе, но не дали населению твердой экономической почвы, хотя, выражая недовольство подобной политикой, нельзя упускать из виду, что коллапс финансовой системы больно ударил бы и по обычным людям. Некоторые даже заявляют, что пора отказаться от центрального банка как кредитора последней инстанции.

Противники практики финансового спасения считают, что в ее отсутствие все станут осмотрительнее. Но у этой позиции есть несколько слабых мест. Во-первых, финансовые кризисы не обязательно порождаются недобросовестным поведением агентов, рассчитывающих на будущую помощь. Намного важнее ложные ожидания относительно неопределенного будущего — например, в середине прошлого десятилетия все думали, что цены на жилье никогда не прекратят расти, что секьюритизированные финансовые активы, о которых речь шла в главах 1 и 4, всегда будут находить спрос и что главные рынки заемных средств будут всегда оставаться ликвидными. Конечно, постольку, поскольку существует страхование, возникают рациональные мотивы вести себя неосторожно, и поэтому оно всегда должно сочетаться с высоким риском потерь и пристальным надзором со стороны регуляторов.

Также немаловажно, что если финансовый кризис пустить на самотек, то возникает цепочка банкротств, и вместе с нечистыми на руку начинают страдать невиновные, вместе с нездоровыми частями экономики — здоровые. Именно вторичные эффекты такого рода — массовое банкротство банков, обвал предложения денег, бешеный рост процентных ставок и долговая дефляция — превратили биржевой крах 1929 года в Великую депрессию. Точно так же, как нам нужны пожарные бригады и нормы противопожарной безопасности, чтобы небольшой пожар не превратился в еще один Великий лондонский пожар, нам нужны нормы регулирования, центральные банки и в крайних случаях финансовая помощь государства, чтобы крах нескольких компаний не превратился в еще одну Великую депрессию.

К тому же финансовая помощь, особенно ограниченная, не обязательно поощряет финансовую неосмо-

трительность, так как, если кто-то допускает плохие вложения, он все равно понесет тяжелый финансовый или репутационный ущерб, а чаще и то и другое. И все же ликвидационисты правы в одном: *никогда не следует спасать акционеров*. Кроме того, нужен понятный порядок конвертации долга в капитал в рамках продуманного режима урегулирования несостоятельности, который позволял бы организациям нормально функционировать. Прибегать к финансовой помощи государства нужно лишь в редких случаях. Однако в демократическом обществе государство не имеет права отказать обществу в защите его базовых интересов. Поэтому нельзя допускать полного разрушения финансовой системы.

Таким образом, если чистый ликвидационизм избыточен, недееспособен и слишком мучителен на практике, то и новая ортодоксия — лишь полумера. В шести областях следует сделать дополнительные шаги.

Во-первых, финансовая система должна быть готова к гораздо большим потрясениям, чем это предполагают современные планы реформ, как говорится в главе 8. Для этого в первую очередь нужно ужесточить нормы капитала и предусмотреть большее участие держателей долговых обязательств в процессе финансового спасения. К счастью, эти две меры взаимозаменяемы: чем больше у финансового учреждения собственного капитала, тем меньше нужды в конвертации долга. Например, если бы банкам не разрешалось совершать операции с плечом более чем четыре к одному, то потребность в конвертации долга отпала бы, что крайне упростило бы задачу регуляторов. Не менее важно выделять адекватное финансирование на работу органов регулирования и структур, расследующих финансовые преступления. Это не только вопрос предотвращения злоупотреблений. Это и еще и вопрос справедливости, которую должно чувствовать население. Если преступников не наказывают, политически становится гораздо труднее спасти тех, кто невиновен.

Вторая область, в которой нужны реформы, — понижение кредитного рычага в экономике. Самый простой способ это сделать — устранить налоговые вычеты по процентам. Кто-то может заявить, что это снизит реальную деловую активность, поскольку огромное число

людей не готово принимать риски, входя в акционерный капитал. Если это правда, то в качестве альтернативы можно предоставить корпорациям стандартный налоговый вычет на выплаты акционерам. В таком случае налоговые преференции для долгового и акционерного финансирования были бы одинаковыми. Весьма кстати был бы также продуманный налог на стоимость земли. Это было бы не только справедливо, потому что обществу вернулись бы выгоды, созданные инвестициями третьих лиц, в том числе государства, а не усилиями частного инвестора; также удалось бы погасить спекуляцию на стоимости земли, которая непременно присутствует при каждом новом кредитном буме, основанном на росте цен недвижимости.

Третья область, где нужна широкая реформа, — корпоративное налогообложение и управление, где требуется снизить накопление избыточных сбережений. Стимулы к накоплению финансовых требований в руках корпораций, скорее всего (хотя и не наверняка), способствуют образованию избыточных сбережений по сравнению с инвестициями, что превращается в крупную проблему в условиях глобального избытка сбережений. Один выход — отменить налог на прибыль корпораций и полностью переложить налоги на акционеров. В таком случае будет оставаться меньше нераспределенной прибыли. Или же можно разрешить акционерам вычитать налог на прибыль из их личной налогооблагаемой базы, что предполагал налоговый кодекс Великобритании до 1997 года. Также можно повысить налоги на прибыль, одновременно усилив стимулы к инвестированию. Результатом тоже должно стать более равномерное распределение прибылей, превышающих потребности в инвестировании. А еще, как утверждает Эндрю Смитерс, пора сломать культуру бонусов, которая мотивирует менеджмент вкладывать избыточные средства в обратный выкуп акций, недоинвестируя в капитальные блага¹⁷.

Четвертая область реформ — изменение условий финансовых контрактов. Задача в том, чтобы создать долговые контракты, условия которых были бы привязаны

17. См.: Andrew Smithers, *The Road to Recovery: How and Why Economic Policy Must Change* (London: Wiley, 2013).

к изменению экономической ситуации. Один пример такого контракта — это индексируемые облигации, номинальная стоимость которых привязана к темпу инфляции. Схожим образом номинальную стоимость ипотечных облигаций можно было бы привязать к индексу цен на жилье: если рост цен на жилье превышает установленную границу, кредиторы получают право на часть прироста; а если цены снижаются ниже определенной планки, они разделяют убытки. Инвесторов подобные контракты могут привлечь как способ извлечь выгоду из растущих цен на жилье, не требующий включать в портфель сами объекты недвижимости. К тому же такие контракты снизили бы необходимость изымать заложенное жилье.

Пятая область — распределение дохода. Стремительный рост неравенства — это одна из причин, почему для обеспечения адекватного уровня спроса в странах с высоким доходом требуется быстрый рост кредитования. Часть дохода можно было бы перераспределить с помощью налогов в пользу тех, чье потребление планируется нарастить. Французский экономист Томас Пикетти выступает за существенное повышение налогов на сверхвысокие доходы, а также за введение глобального налога на богатство в дополнение к налогу на землю. Конечно, это слишком грандиозная задача. Но в этом направлении нужно двигаться¹⁸. Не в последнюю очередь это способ заставить благоприобретателей глобализации и технологического прогресса предоставить некоторую компенсацию тем, кто от них проиграл.

Последняя задача — выработать политику, способную повысить долгосрочные темпы экономического роста. Есть очевидные примеры такой политики: поддержка научных исследований; поддержка НИОКР; поддержка важных областей образования; стимулирование инвестиций в частном секторе; реформа налогообложения; использование государственных средств для повышения инвестиций, в особенности в инфраструктуру; развитие новых финансовых институтов, нацеленных на поддержку малого и среднего бизнеса. Возможно, самая важная сфера, где нужны финансовые иннова-

18. См.: Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Part Four; Пикетти, *Капитал в XXI веке*, часть IV.

ции, — это государственно-частное партнерство при создании национальных и региональных банков развития. Пожалуй, важнее всего перейти от налогообложения доходов от приложенных усилий (то есть доходов от труда) к обложению отрицательных внешних эффектов (таких как загрязнение окружающей среды, в том числе выбросы углекислого газа) и богатства, в частности земли, но также и других активов.

То, что я называю реформами «за пределами новой ортодоксии», при всей своей желательности также остается в пределах общепринятых сегодня стереотипов экономического мышления. Самый лучший способ преодолеть их на национальном уровне — осуществить некую разновидность «Чикагского плана» или провести схожую радикальную реформу денежной системы, обеспечивающую надежность вкладов и прямой выпуск денег центральным банком. Иными словами, денежная система должна быть построена на 100-процентном резервировании обычных депозитов. В то же время все остальные формы финансового посредничества должны будут либо использовать принцип оценки по рыночной стоимости, либо отвечать гораздо более жестким нормативам капитала. Инвесторам придется расплачиваться большим риском за желание много заработать. Важно будет не допустить появления теневой банковской системы, способной расшатать экономику. Таким образом, ключевой задачей будет обуздать избыточное кредитование и устранить несоответствия в сроках погашения за пределами банковской системы. Это не отменяет необходимости продолжать надзор. Но если система платежей будет безусловно безопасна, регуляторам не придется так сильно, как раньше, опасаться за возможные сбои в других частях финансового сектора.

Еврозона перед лицом долгосрочных вызовов

Теперь посмотрим, с какими специфическими вызовами сталкивается еврозона. Кризис поставил ребром вопрос о долгосрочных институциональных условиях работоспособного валютного союза.

Германия полагает, что еврозоне необходимо реформировать в сторону системы со строгой дисциплиной

для отстающих стран — такова концепция «дисциплинирующего союза». Текущая организация руководства еврозоной не оставляет странам ни капли национального суверенитета ни по одному важнейшему вопросу экономической политики, но отрицает самый принцип единой системы страхования¹⁹. По сути, странам-членам предоставляется неограниченная свобода в точности исполнять указания. В еврозоне достигнута высшая форма разделения между властью определять экономический курс и политической ответственностью за его последствия. Напряжение, которое существует между желанием людей иметь голос в вопросах руководства своей страной и реальностью власти в еврозоне, когда-нибудь непременно вызовет большой политический кризис.

Кроме того, эта внешняя дисциплина неизбежно будет по-разному сказываться на странах еврозоны, потому что некоторые из них равнее других. Маловероятно, что дисциплинарные меры будут работать против Франции, не говоря уже о Германии, если вдруг кто-нибудь из них попадет в серьезные неприятности в виде большого частного или государственного долга (а скорее, и того и другого). Такое тоже возможно. По замечанию Пикетти, «ни одна страна в XX веке не топила свой государственный долг такими бурными потоками инфляции, как Германия»²⁰. Сегодня возвращение к этим устаревшим приемам кажется невероятным. Однако, особенно если принять во внимание стремительное старение немецкого населения и низкий уровень рождае-

19. О составляющих новой системы экономической политики еврозоны см. 'Stability and Growth Pact', http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm; 'Macroeconomic Imbalance Procedure', http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm; 'Treaty on Stability, Co-ordination and Governance' (также известен под названием «Бюджетный пакт», Fiscal Compact), http://european-council.europa.eu/media/639235/stootseg26_en12.pdf; 'European Semester', <http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen>; 'Euro Plus Pact', http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/euro_plus_pact_background_december_2011_en.pdf; 'European Stability Mechanism', <http://www.esm.europa.eu/index.htm>; 'European Financial Supervision', http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees; 'Banking Union', http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union.

20. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, p. 142; Пикетти, *Капитал в XXI веке*, с. 148.

мости, какой-нибудь сильный отрицательный экономический шок может привести к тому, что даже немцы отнесутся к инфляции благосклонно.

В истории еврозоны существовала альтернатива ликвидации, и многие комментаторы, особенно немецкие, к ней то и дело призывают. Это принцип финансовой самостоятельности государств, закрепленный в Маастрихтском соглашении. Правда, на деле, когда грянул кризис и начало нарастать экономическое и политическое давление, отказаться в финансовой помощи оказалось невозможно. Финансовая помощь была двух видов: прямая поддержка со стороны государств-членов и МВФ, а также намного более масштабная негласная поддержка за счет программ помощи ЕЦБ.

Полный отказ в помощи проблемным странам и их банкам неизбежно вызвал бы эффект домино и привел бы к неминуемому распаду еврозоны. Страны-кредиторы не желали распада еврозоны, ведь тогда им самим пришлось бы пережить тяжелый период адаптации, сопровождаемый убытками собственных банков и потерей экспортной конкурентоспособности. Гораздо менее дискредитирующей и менее опасной мерой было оказать помощь должникам, тем самым косвенно выручая свои уязвимые банки и, конечно же, спасая еврозону. Разумеется, оказавшиеся под угрозой банки приветствовали меры спасения. К тому же меры экстренной помощи, среди прочего, были средством (или хотя бы попыткой) переложить все издержки на плечи несчастных налогоплательщиков проблемных стран. В то же время правительства стран, пострадавших от кризиса, были готовы пообещать что угодно, только бы избежать суверенного и банковского дефолта или их сочетания. В этом они были не так уж неправы, ведь имели огромный первичный дефицит бюджета и текущего счета, унаследованный от кризиса: в случае резкого прекращения помощи адаптация обошлась бы им чрезвычайно дорого. Таким образом, крайняя форма ликвидации потерпела фиаско. И впредь будет то же самое.

Но в определенном смысле ликвидационизм увенчался успехом. Страны еврозоны, где случился кризис, угодили в ловушку недостаточного спроса: их правительства вынуждены сокращать бюджетные расходы,

частный сектор зависит от банковских займов, банки лишены доступа к иностранным средствам. Этим странам предписано брать пример с Германии начала и середины 2000-х годов и зарабатывать себе внешний профицит, правда, в гораздо менее благоприятных условиях на внешних рынках. Для этого нужно значимое повышение конкурентоспособности за счет сдерживания роста заработных плат и увеличения производительности, а если говорить откровенно — за счет массовой безработицы. Обычные инструменты ликвидационизма — депрессии, массовые банкротства и массовая безработица — как раз и нужны для этого.

Не будет преувеличением сказать, что еврозоне структурно присущ ликвидационизм. Вполне понятно, почему говорят: не надо ничего делать, пусть лекарство работает, какими бы тяжелыми ни были побочные эффекты. Чем-то это напоминает химиотерапию — лечение на грани с убийством пациента. Но на практике ликвидационисты все же до конца не идут, отчего лечебный эффект наступает медленнее, а процесс лечения оказывается не столь тяжким. Но разве страны еврозоны что-то выигрывают от подобного «ликвидационизма-лайт»?

Есть ли способ смягчить ликвидационизм и восстановить часть полномочий суверенных правительств еврозоны, утраченных за время господства новой ортодоксии? Такой способ есть. Для этого в первую очередь необходимо, чтобы в исправлении дисбалансов участвовали все стороны, то есть еврозона превратилась в «союз взаимоисправления». При таком подходе в странах с профицитом после кризиса должна расти инфляция, которая бы компенсировала снижение инфляции в странах с дефицитом. Для этого ЕЦБ нужно вооружиться методами нетрадиционной политики, такими как количественное смягчение, отрицательные процентные ставки, а на время даже установить более высокую целевую инфляцию. Осуществлять политику количественного смягчения можно было бы скупая облигации каждого из правительств еврозоны пропорционально их весу в экономике еврозоны или участию в капитале ЕЦБ²¹.

21. О долях стран в капитале ЕЦБ можно узнать на странице <http://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

Еще одно необходимое условие — усовершенствовать страхование на случай очередного экономического потрясения. Отчасти эту задачу решает ЕЦБ, предоставляя страховую помощь правительствам, хотя способность программы ОМТ поддержать рынки государственных облигаций остается тайной, поскольку ее (пока) не применяли на практике. Чем надежнее застрахованы банки и правительства с помощью формализованных механизмов — совместно финансируемых фондов страхования депозитов, фондов рекапитализации банков, даже совместного выпуска облигаций, тем легче ограничить масштаб бедствия для стран, пострадавших от кризиса. В этом их преимущество. Их недостаток в том, что они тормозят необходимое исправление дисбалансов. Постоянно спонсировать неконкурентоспособные экономики — худший из возможных исходов. Тогда большая часть северного Средиземноморья стала бы походить на Южную Италию. Задача, напротив, в том, чтобы создать эффективные механизмы экстренной помощи, которые бы способствовали корректировке относительной конкурентоспособности, а не препятствовали ей.

Наконец, нужно целенаправленно добиваться, чтобы потоки финансовых средств между странами еврозоны принимали форму акционерного капитала, а не долгосрочных заимствований, в особенности банковских займов. Пока не будет образован подлинный банковский союз с общими правилами работы для всех банков еврозоны, нужно активно препятствовать движению банковских кредитов и поощрять движение акционерного капитала.

Чтобы радикально перестроиться, еврозоне придется двинуться в одном из двух противоположных направлений (хотя, может быть, разные страны пойдут разными путями).

Первый путь — переход к федеративному союзу. В таком случае у банковской системы появился бы прочный бюджетный заслон на федеральном уровне и доступ к безопасному, общегосударственному долговому активу — той или иной разновидности еврооблигаций. Появилась бы общая бюджетная система и общие казначейские облигации. Не нужно, чтобы они были слишком велики, — достаточно, если они смогут финансово обез-

опасить банковский сектор и государства-члены. Но создать такое федеративное государство было невозможно в момент подписания Маастрихтского соглашения в 1990–1991 годах. Сегодня чувство взаимной ответственности, необходимое для основания подобного союза, похоже, еще слабее, а может, и вообще отсутствует.

Второй, противоположный путь радикальной перестройки — частичная дезинтеграция. Он означает отказ от интеграции рынков капитала как безусловной ценности и даже отказ некоторых стран от единой валюты. В условиях, когда не удастся создать и обеспечить надежность единой финансовой системы в еврозоне с единой подушкой финансовой безопасности, разумная альтернатива — раздробить финансовую систему, позволив тем самым национальным правительствам и/или центральным банкам отдельных стран осуществлять контроль над движением капитала. Это значит, что Кипр, скорее случайно, чем намеренно, подал пример остальным странам, установив после банковского кризиса контроль за оборотом валюты. Особенно важно ограничить движение кредита между банками стран еврозоны в рамках национально ориентированного макропруденциального регулирования. Конечно, это будет прямо противоречить заявленным целям еврозоны. Но достичь их оказалось не так-то просто. Возможно, более разумно смириться с тем фактом, что даже после образования валютного союза финансовые операции должны по-прежнему проходить и управляться на национальном уровне. Конечно, если доводить эту логику до крайности, то, несмотря на все сопряженные угрозы, пришлось бы допустить полный распад еврозоны.

Итак, под нажимом Германии еврозона постаралась ужесточить дисциплину для государств-членов — создать «дисциплинирующий союз», — вместе с тем проводя политику ликвидациилизма, правда, распространяющуюся только на проблемные страны. Этот курс, стоивший огромных потерь ряду стран еврозоны, нежелателен, а возможно, и нереализуем. Нужен какой-то другой путь. Несомненно, путь самых решительных перемен — это всесторонний процесс исправления дисбалансов, то есть, собственно, «союз взаимоисправления». Чтобы он стал возможен, ЕЦБ ни в коем случае

не следует опускать инфляцию в еврозоне ниже целевых 2%, а лучше повысить ее. Не лишним будет напомнить, что даже во времена Бундесбанка средняя инфляция в Западной Германии, а затем и единой Германии приближалась к 3%. Столь же важно расширить и усовершенствовать предусмотренный ныне механизм оказания временной помощи странам и банкам, пострадавшим от кризиса, хотя нет ничего хуже, чем постоянно спонсировать слабые экономики. Наконец, убытки должны нести не только должники, но и кредиторы. Последние ничуть не менее виноваты в сложившемся, чем первые.

Истинный федеративный союз, хотя и является логическим продолжением валютного союза, недостижим. Разумной альтернативой было частично раздробить финансовый сектор, гораздо больший упор сделав на потоки акционерного капитала между странами, а не на банковскую интеграцию. Контроль над движением долговых потоков между странами еврозоны можно даже рассматривать в качестве одного из необходимых условий для ее выживания, а не как полагают сейчас — нечто с нею несовместимое. Если подобный контроль и укрепление финансовой подушки безопасности исключить сегодня, то завтра, когда кризис закончится, некоторые участники захотят выйти из соглашений, обернувшихся столь крупными издержками. И в таком случае было бы лучше, чтобы первой вышла одна из стран-кредиторов.

Глобальная экономика перед долгосрочными вызовами

Теперь рассмотрим два вызова, стоящие на глобальном уровне. Первая тема — это будущее глобальной финансовой системы. Вторая — это будущее глобальных потоков капитала или, если говорить шире, сбалансированность спроса и предложения на национальном и глобальном уровнях.

Новая ортодоксия стремится сохранить глобально интегрированную экономику, в том числе глобально интегрированную финансовую систему, в то же время признавая угрозы для стабильности, порождаемые такой глобальной экономикой.

Что касается финансовых отношений, негативные последствия интеграции связаны с рисками бюджетной несостоятельности и прежде всего экономической нестабильности на национальном уровне. Учитывая эти риски, предложения обособить внутренние банковские операции от глобальной финансовой системы, звучат крайне разумно. Особенно это справедливо для стран, где банковская система располагает активами и пассивами, несоразмерными внутренним банковским операциям и размеру экономики. Такую ситуацию можно назвать «исландской ловушкой». Но ведь в ней оказались также и Великобритания, Нидерланды и Швейцария и Великобритания. По тем же причинам опасно, когда главным источником финансирования выступают не депозиты, а зарубежные средства, как в значительной степени происходит в Великобритании, Ирландии и Испании.

Макропруденциальная политика призвана обеспечить внутреннюю финансовую и макроэкономическую стабильность вне зависимости от того, что происходит в мировой экономике. В свете этих задач неудивительно, что кризис породил стремление к снижению степени интеграции. Оно продиктовано простым соображением: *пока регулирование и финансовая безопасность не имеют глобального характера, тем более не следует повышать глобальность финансов*. Если снизить степень глобальной интеграции банковского дела, приведет ли это к каким-либо потерям? Не обязательно. В то же время глобальные соглашения о нормативах регулирования призваны, насколько это возможно, сохранять ту степень глобальной интеграции финансовых отношений, которая была достигнута перед кризисом. К тому же этот подход показывает некоторые успехи. Итогом всех этих усилий стал зыбкий компромисс между ответственностью на национальном уровне и глобальным характером финансов. Неудивительно, что им почти никто не доволен.

На уровне глобальной макроэкономики изменения опять же идут очень постепенно. В рамках антикризисной политики ресурсы Международного валютного фонда были расширены, но они до сих пор едва превышают 10% от глобального размера валютных ре-

зервов²². Странам, не являющимся эмитентами резервной валюты, по-прежнему выгодно накапливать резервы иностранной валюты и снижать дефицит текущего счета. Опять же, возможно, так называемый механизм «взаимной оценки», разработанный «Большой двадцаткой», как-то поспособствует устранению дисбалансов в глобальной экономике, но это слишком маленький шаг к упорядочению нетто-движения капитала²³.

Здесь снова появляются ликвидационисты с альтернативной новой ортодоксии: они предлагают снять контроль над международными финансовыми потоками, упразднить международные финансовые организации и вернуться к золоту. Многие представители этого лагеря к тому же выступают за отмену частичного резервирования. Это означает, что размеры банковского обеспечения будут ограничены предложением золота, а возможное увеличение предложения денег — возможностями нарастить золотодобычу.

Чтобы было понятно, какой это абсурд, нужно заметить, что глобальный размер банковских депозитов в 2010 году достигал 54 трлн долларов, тогда как стоимость мирового запаса золота, включая ювелирное золото, на конец 2013 года составляла примерно 6 трлн долларов²⁴. Чтобы полностью обеспечить золотом пред-

22. По состоянию на 24 сентября 2013 года совокупные ресурсы МВФ составляли 1360 трлн долл., в том числе 360 млрд долл. в виде квот стран-участников (по состоянию на 9 июня 2013 года) и еще 1 трлн долл. в виде прочих ресурсов. См.: 'The IMF at a Glance', 24 September 2013, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/glance.htm>. На конец второго квартала 2013 года совокупные мировые резервы иностранной валюты составляли 11138 трлн долл. См.: 'The Currency Composition of Official Foreign Currency Reserves (COFER)', 30 September 2013, <http://www.imf.org/External/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

23. International Monetary Fund, 'The G20 Mutual Assessment Process (MAP)', 26 September 2013, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/g20map.htm>.

24. О состоянии глобальных депозитов в 2010 году см.: *Mapping Global Capital Markets 2011*, Exhibit 11, p. 23, August 2011, McKinsey Global Institute, http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/mapping_global_capital_markets_2011. О мировом золотом запасе, составляющем, по оценкам, 120–140 тыс. тонн, см. 'How much Gold is There?' <http://www.bullionmark.com.au/how-much-gold-is-there>. Примерно четверть этого запаса составляют золотые резервы правительств. Одна шестая принадлежит частным лицам и представляет собой монеты или золотые слитки. Оставшаяся часть — это немонетарное золото. Цена золота по состоянию на 27 декабря 2013 года равнялась 42 750 долл. за тонну.

ложение денег в широком определении, цена золота должна вырасти, по крайней мере, в десять раз. Это приведет к перераспределению глобального богатства к спекулянтам золотом и золотодобытчикам. С какой стати кто-то на такое согласится? Кроме того, мы предполагаем, что и ювелирное золото превратится в монетарное. В противном случае цена золота должна составлять более 20 тыс. долларов за тройскую унцию. Если оставаться реалистами, то золотое обеспечение банковских депозитов нужно признать утопией. Чуть проще достигнуть золотого обеспечения для банкнот. Но чем ограниченнее обеспечение денежного предложения, тем выше риск неуправляемой паники. В итоге обеспечение активов банков превратится в одно из обязательств государства. Таким образом, произойдет возврат к золотовалютному стандарту, доказавшему после Первой мировой войны свою крайнюю нестабильность.

Международный золотой стандарт — это лишь наиболее жесткая разновидность режима фиксированных валютных курсов. Чтобы понять, какие проблемы может создать подобный режим в современных условиях, достаточно посмотреть на события 1920-х–1930-х годов и недавние события в еврозоне. Фиксированные валютные курсы — залог нестабильности. Возможно, для малой открытой экономики с гибким рынком труда, такой как Гонконг или страны Прибалтики, такой режим лучше, чем нестабильность, порождаемая плавающими валютными курсами. Для более крупной экономики подчинение денежной политики валютному курсу уже не имеет смысла. Кроме того, в США переход к золотому стандарту просто немыслим: после создания ФРС в 1913 году денежная политика никогда не зависела от золота, хотя доллар был формально привязан к золоту вплоть до 1971 года. Короче говоря, представление, будто мир может вернуться к золотому обеспечению денег или международному золотовалютному стандарту, — фантазия. Этого не случится и не должно случиться — учитывая все бедствия, которые он принес после Первой мировой войны.

У мировой экономики есть еще два пути, по которым она может последовать. Первый ведет к усилению сегментации мировой финансовой системы. Тяга к сегмен-

тации обусловлена разными предпочтениями относительно устройства финансовой системы в отдельных странах (или группах стран). Например, представим себе, что одна из стран решила ужесточить нормативы капитала или сильнее ограничить размер бонусов по сравнению с остальными странами. Весьма вероятно, что, по крайней мере в краткосрочном или среднесрочном периодах, спекулянты займутся «регулятивным арбитражем», то есть попытаются обойти нормы регулирования, уйдя в офшоры или найдя какую-ту другую лазейку. В ответ власти наверняка постараются ограничить доступ иностранных финансовых потоков на внутренний рынок. Это, в свою очередь, приведет к сегментации глобальных финансовых рынков.

Тогда инвестиционно-банковское дело и в особенности торговля ценными бумагами на глобальных рынках станут прерогативой банков тех стран, власти которых уверены в своей способности регулировать и обеспечивать работу своих банков вне зависимости от места их операций. Как следствие, ликвидность на глобальном рынке неизбежно снизится. Но, с другой стороны, рыночная ликвидность — это опасная иллюзия: иллюзия, потому что ликвидность всегда исчезает именно тогда, когда потребность в ней самая острая; опасная, потому что чем сильнее инвесторы уверены, что всегда смогут избавиться от нежеланных активов, тем меньше они озабочены их качеством, тем больше они полагаются на мнение рейтинговых агентств, тем больше доверяются моделям рисков, тем длиннее цепочки посредников и, как результат, тем сильнее поддержание ликвидности на рынке основано на всеобщем неведении о реальном положении дел.

Глобальная интеграция финансовых отношений имеет свою ценность, не в последнюю очередь потому, что позволяет инвесторам шире диверсифицировать риски, а бизнесу — находить более дешевое финансирование. Но ее ценность не абсолютна, особенно если она приводит к бессмысленным потерям и росту экономической нестабильности. То же касается и потоков капитала. Пока не наступил кризис, огромные неттопотоки капитала перемещались из стран, создававших массивный профицит, таких как Китай и Германия,

в страны, как оказалось, неспособные их производительно освоить. Это привело к всевозможным искажениям, расточительству и кризисам. Часто перемещение избыточных средств осуществлялось посредством целенаправленного вмешательства правительств в валютные рынки, выражалось в стремлении накопить резервы иностранной валюты. Однако превращать избыточные сбережения китайцев в расточительное потребление американцев было глупостью. Вызвать в результате гигантский финансовый кризис — больше чем глупостью.

Опасения, что огромные профициты текущего счета войдут в противоречие с макроэкономической устойчивостью, настойчиво высказывал Джон Мейнард Кейнс во время, а также задолго до Бреттон-Вудской конференции, состоявшейся летом 1944 года и заложившей основу послевоенной международной денежной системы²⁵. Впрочем, США, наиболее влиятельная из стран, обладавших в то время профицитом текущего счета, не допустила ни малейшего ущемления интересов стран-кредиторов²⁶. В сущности, то же самое происходит и в еврозоне: как и раньше, заботы о корректировке внешних дисбалансов полностью возложены на страны с дефицитом. США, эмитент главной резервной валюты в мире, освобождены от необходимости исправлять свои дисбалансы, потому что имеют неиссякаемый источник финансирования: остальной мир будет вынужден принимать выпущенные ими доллары.

Чтобы сделать процесс исправления дисбалансов более симметричным, недостаточно создать «черные списки», куда МВФ и другие международные организации заносят нарушителей. Можно было бы разрешить введение пошлин и других торговых ограничений против

25. О попытках дисциплинировать страны с профицитом текущего счета замечательно рассказано в: John Williamson, 'Getting Surplus Countries to Adjust', Policy Brief PB11-01, January 2011, Peterson Institute for International Economics, <http://www.iie.com/publications/pb/pb11-01.pdf>.

26. Учредительные соглашения МВФ содержали «оговорку о дефицитной валюте», которая разрешала вводить дискриминационные меры против экспорта какой-либо страны, если запасы валюты этой страны у МВФ истощатся. На практике эта оговорка оказалась бесполезной, потому что запасы соответствующей валюты (в частности, доллара) у МВФ никогда не заканчивались. См. <http://www.oxfordreference.com/view/10.1093/oi/authority.2010803100444615>.

экспорта из стран с профицитом. Или можно было бы обложить налогом доходы нерезидентов от выпущенных данной страной ценных бумаг, в том числе государственных облигаций. Наконец, правительства стран с дефицитом могли бы чаще выходить на валютный рынок. Но ни один из этих вариантов действий нелегко воплотить в жизнь. Во-первых, как определить момент, после которого нужно переходить к подобным действиям? Нужно ли исходить из предполагаемой недооценки валютного курса, размера профицита текущего счета или же объемов накопленных резервов? Во-вторых, кто будет принимать решение о вмешательстве? Будет ли это международная организация, такая как МВФ или ВТО, или же сама страна (группа стран), страдающая от дефицита? В-третьих, кто гарантирует, что контрмеры будут пропорциональны по своему масштабу и длительности? В-четвертых, не станут ли этому противодействовать страны с профицитом, в частности Китай? В-пятых, что из этого приемлемо в рамках валютного союза? Ни на один из этих вопросов нет простого ответа.

Если бы у МВФ было больше ресурсов для поддержки стран, временно оказавшихся в трудной ситуации, формирующиеся и развивающиеся экономики не стали бы накапливать такие огромные резервы. Зная о такого рода страховых механизмах, страны-кредиторы, особенно уже накопившие большие резервы, не так беспокоились бы о дефиците текущего счета. Как вариант можно было бы распространить соглашения об обмене активов, существующие между центральными банками, на новых участников, в том числе на центральные банки формирующихся экономик.

Выход еще более радикальный — содействовать нетто-оттоку капитала из стран с высоким доходом в страны с низким с целью увеличения финансирования инвестиций²⁷. Правительства последних, возможно, должны будут гарантировать часть рисков. Определенных потерь избежать не удастся. Но все равно они будут мень-

27. Такое предложение озвучивает Джастин Линь, бывший главный экономист Всемирного банка. См.: Justin Yifu Lin, *Against the Consensus: Reflections on the Great Recession* (Cambridge: Cambridge University Press, 2013), Pt. II.

ше, чем если импортировать иностранный капитал, а затем растративать его впустую. Наконец, если надежно исправить глобальные дисбалансы не получится, странам с высоким доходом, вероятно, придется согласиться с высоким бюджетным дефицитом в качестве источника увеличения государственных инвестиций. Если инвестиции будут приносить достаточно большую доходность, это решение может оказаться удачным.

Есть еще два радикальных проекта, указывающих до некоторой степени противоположные направления. Они соответствуют двум наиболее радикальным альтернативам, которые стоят перед еврозоной: превратиться в федеративный союз либо допустить частичный или полный распад еврозоны. Если речь о мире в целом, то первый радикальный сценарий — это создание глобальной валюты вместо национальных валют (в первую очередь доллара), ныне выполняющих роль резервных, а второй сценарий — частичное разъединение частей мировой экономики.

Джастин Линь, бывший главный экономист Всемирного банка, китаец по происхождению, считает, что система с несколькими резервными валютами, где более заметную роль играют евро и юань, придя на смену системе с долларом как единственной резервной валютой, в равной мере может как повысить нестабильность, так и снизить ее²⁸. Конкуренция между валютами приучит ФРС к дисциплине при проведении денежной политики. Но внезапные метания от одной валюты к другой могут вызывать существенную нестабильность. Профессор Линь предлагает создать новую глобальную валюту, которую он называет «бумажным золотом», отдаленно напоминающую «банкнот», глобальную валюту, предложенную Кейнсом в 1944 году на Бреттон-Вудской конференции. Выпускать бумажное золото, по мнению Линя, нужно в соответствии с фиксированным правилом, возможно, правилом постоянного темпа роста, как предлагал Милтон Фридман.

Осуществлять выпуск новой валюты, по мнению Линя, должен центральный банк, управляемый согласно специальному международному договору. Суще-

28. Ibid., Pt. IV.

ственно, что национальные валюты будут иметь фиксированный, хотя и допускающий корректировку, курс по отношению к бумажному золоту. Известная трилемма, гласящая, что ни одна страна не может одновременно иметь свободу денежной политики, свободное движение валюты и фиксированный валютный курс, означает, что стране придется либо отказаться от свободы денежной политики (если она не желает скорректировать свой обменный курс), либо установить контроль над движением валюты. Однако опыт показывает, что система корректируемой привязки валюты, если при этом отсутствует контроль над ее движением, может создавать крайнюю нестабильность: этот урок следует из кризиса Европейской валютной системы начала 1990-х годов и азиатского кризиса 1997–1998 годов.

Еще один недостаток этого предложения заключается в том, что время от времени под действием паники предпочтение ликвидности будет резко меняться. Поэтому денежное правило, прописанное в соглашении, либо будет порождать огромную нехватку ликвидности на глобальном уровне, либо от него придется отказаться и в целях антикризисного стимулирования спроса, когда нужно будет выпустить дополнительную валюту. Но это равносильно созданию всемирного центрального банка. Такое соглашение не может появиться, пока не сложится нечто вроде мирового правительства. Но даже если такой орган удастся создать, возникнут многочисленные проблемы вроде тех, что стоят сегодня перед еврозоной.

Поэтому многие страны, а скорее всего, подавляющее их большинство, не примут этот план. США и страны еврозоны, несомненно, будут в их числе. Но даже если план будет одобрен, возникнет потребность в установлении повсеместного валютного контроля. Как ни курьезно, но итог, хоть и опосредованно, будет неотличим от любой другой реформы глобальной финансовой системы: установление пределов финансовой интеграции. Страны смогут самостоятельно выбирать подходящую денежную и финансовую системы и будут сами решать, какую денежную политику проводить. Пока что подобная дезинтеграция кажется совершенно невозможной. Однако стоит произойти еще одному, самое

большее — двум крупным кризисам, и радикальный демонтаж глобальной финансовой системы станет возможен. Процесс либерализации финансовых потоков последних трех десятилетий вполне обратим.

Постепенный подход к реформированию глобальной финансовой и денежной системы, принятый в настоящее время, скорее всего, не сможет предотвратить новых кризисов. В будущем наверняка придется снизить степень финансовой интеграции и ужесточить контроль за формированием глобальных дисбалансов. Помимо этого существуют радикальные предложения о новых глобальных валютных соглашениях, которые также могли бы ужесточить дисциплину. Увы, но вероятность их осуществления нулевая. А если так, то сама собой напрашивается альтернатива — отказаться от полной глобальной интеграции финансовой системы. В условиях текущей глобальной денежной системы, во многом сохраняющей национальные границы, финансовая интеграция доказала свою дестабилизирующую силу. Возможно, иного пути, кроме ее ослабления, нет.

Необходимость радикальных реформ

Мир уже не вернется к свободному рынку XIX века. Принцип минимального государства неприменим к демократическому обществу с всеобщим избирательным правом, даже он кому-то нравится. Но не мне: социальное страхование и финансирование общественного потребления — это более чем легитимные функции состоятельного государства. Мир движется в сторону ограниченных реформ той политики, которую я называю новой ортодоксией. Вопрос в том, насколько основательные изменения нам нужны. Отчасти это зависит от темпов восстановления экономики в будущем. Отчасти от того, какой риск готовы взять на себя общества.

Некоторые полагают, что об угрозе даже самых опасных глобальных кризисов можно не беспокоиться, ведь случаются они не чаще одного раза в восемьдесят лет. Это чересчур легкомысленно. На протяжении десятилетий после Великой депрессии финансовый сектор подвергался пристальному надзору и жесткому регули-

рованию. Глобальная система в ее нынешнем виде начала возникать не ранее, чем сорок лет назад. С тех пор по миру прокатилась череда крупных кредитных бумов и масштабных кризисов, высшей точкой которых стал финансовый кризис в развитых странах, начавшийся в 2007 году. И если на пути кризисов не поставить прочный заслон, они почти наверняка продолжатся и в конце концов правительства не смогут предотвратить распад бюджетной или денежной системы. Поэтому легкомысленная позиция, будто управление экономикой и финансовой системой можно оставить в докризисном виде, несусветно опасна.

Также мы знаем, что экономика может функционировать без финансовых кризисов: на это указывает опыт стран с высоким доходом в период с 1950-х по середину 1970-х годов. Причина отсутствия кризисов в тот период проста: на финансовый сектор надели смирительную рубашку. Развитые экономики тогда тоже показывали отличные результаты, хотя отчасти это объяснялось исключительными потенциалом технологий и рынков, созданных в 1920-е, 1930-е и 1940-е годы. С другой стороны, мы не знаем, какие потери принесет еще более жесткое ограничение возможностей финансового сектора, в частности, более прочная защита ядра денежной системы от склонной идти на риск финансовой системы, как то предлагают радикальные сторонники реформы. Скорее всего, непосредственные потери для экономики будут небольшими, а быть может, она и выиграет. Социально-политические издержки (и выгоды) еще труднее просчитать. Эти потери могут тоже оказаться умеренными, но намного выше вероятность того, что они будут очень заметными. Опыт показывает, что чем больше финансовый сектор, тем успешней развитие; но это верно лишь до определенной степени. Представляется, что страны с высоким доходом сегодня далеко превысили эту степень: рост кредитного плеча уже существующих активов не приносит пользы; он создает хрупкость, но не приносит никакого или почти никакого реального богатства.

То, что я зову новой ортодоксией, — это шаг в верном направлении, но отнюдь не достаточный. Этот подход — попытка усилить восстановление сейчас, чтобы затем провести более глубокую реформу финансо-

вой системы и управления экономикой еврозоны и всего мира — решит лишь малую часть наших проблем. Он предполагает более интенсивное использование бюджетной политики, а также самых крайних мер денежной политики в краткосрочном периоде. Кроме того, он предполагает значительный рост роли собственного капитала в работе финансовых компаний, и здесь я согласен с Анат Адманти из Стэнфордского университета и Мартином Хелвигом из Института имени Макса Планка (см. главу 7)²⁹. Также предполагается переход еврозоны к более сбалансированному состоянию и рост устойчивости глобальной денежной системы благодаря надежным механизмам страховой защиты. Воплотится ли все это в жизнь? Ответ — едва ли. Однако это должно случиться. Эта реформа — обязательный минимум, если мы хотим снизить вероятность еще больших кризисов в будущем.

Идеи, лежащие в основе Чикагского плана денежной и финансовой реформы и других столь же радикальных планов переустройства, по замечанию Мервина Кинга, не менее убедительны:

Другим, более основательным вариантом реформы будет отделить платежную систему от рискованной деятельности по выдаче займов, то есть уйти от частичного резервирования банковских депозитов... Основной смысл подобных проектов сводится к тому, что банки, осуществляющие рискованные операции, создают слишком большие угрозы, так как все эти «азартные игры» ведутся на тех же балансах, где хранятся средства платежной системы и других основных объектов финансовой инфраструктуры. Устранив практику частичного банковского резервирования, мы прямо признаем, что претензии на надежность вкладов, гарантиями по которым выступают рискованные активы, — лишь фикция. По-настоящему защитить депозиты, соблюдая баланс между выгодами и издержками, можно только одним способом — запретив их сосуществование с рискованными активами³⁰.

Если деньги создаются как побочный продукт кредитных операций, иногда просто безумных, то такая си-

29. См.: Anat Admati and Martin Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013).

30. Mervyn King, 'Banking from Bagehot to Basel, and Back Again', p. 16–17.

стема — а сегодня она именно такова — несет в себе врожденный порок нестабильности. Как говорил Мински, стабильность дестабилизирует, но денежная система во все не единственный источник проблем, хотя и самый важный: слишком много кредита и денег создается в хорошие времена, слишком мало — в плохие. Поскольку нити сотрудничества между государством и частными агентами, пронизывающие современную денежную и платежную системы, крайне запутаны, — это еще один фактор, вынуждающий государство покрывать безответственность и даже преступления частных институтов. Кто станет после этого удивляться, что банкиры ведут себя безответственно? Они знают, что банковский долг будет поставлен на одну доску с долгом государства. В некоторых из сильно пострадавших от кризиса странах банковский долг стал еще более священным и неприкосновенным, чем государственный. Рядовые налогоплательщики вынуждены страдать, спасая банковскую систему, принесшую им лишь злоупотребления и разорение. Никто не хочет терпеть это настоящее долговое рабство. (Спросите у ирландцев.) А ведь помимо этих прямых бюджетных потерь спады приносят огромные косвенные бюджетные и экономические потери. Ни одна отрасль не должна наносить подобный экономический ущерб, который превышает даже ущерб от мировой войны. К счастью, вполне можно представить систему, где выпуск транзакционных денег полностью принадлежит государству, а инвестиции населения регулируются несколькими разными правовыми и институциональными режимами. Риски финансирования этих инвестиций должны носить явный характер и ложиться на конечных инвесторов, а не посредников, уровень капитализации которых способен вызвать только усмешку.

Пока никто не осмеливается пойти на такое радикальное преобразование. Но было бы прекрасно, если бы несколько стран решились в порядке эксперимента реформировать в этом направлении современную неустойчивую финансовую и денежную систему. Необходимость большего числа и разнообразия экспериментов — один из главных уроков, который следует вынести из наших неудач. Слишком часто глобальные институты, находя-

щиеся под контролем ограниченного числа стран-гегемонов, навязывают множеству стран одни и те же ортодоксальные принципы устройства. Это должно отойти в прошлое.

Почему это важно

Наконец, почему все это важно? Дело в том, что финансовые кризисы наносят не только огромные экономические издержки — их последствия гораздо шире и вреднее.

По мере того как мир становится все более интегрированным, все труднее сохранить уровень обеспечения общественными благами. Но эту проблему не удастся успешно разрешить, если сначала не преодолеть последствия кризиса. Кроме того, справляться со всеми этими проблемами придется в новых условиях — когда глобальное влияние и ответственность переходят от некогда главенствовавших западных держав к новым могущественным игрокам.

Когда происходят такие кризисы, вера в благотворность экономической глобализации у большинства населения неизбежно утрачивается. Люди испытывают беспокойство и гнев, что вполне справедливо. Обеспокоенные и обозленные люди не стремятся распахать себя миру. Они хотят спрятаться в своих пещерах вместе с другими такими же обозленными людьми. Именно это происходило в 1930-е годы. Финансовые кризисы — самый верный способ вернуться в подобное состояние.

В равной мере неизбежно, что кризисы подрывают доверие к элитам. В демократических обществах между элитой и остальной частью общества действует негласная договоренность. Вторая как будто говорит первой: мы признаем вашу власть, престиж и богатство, но только если наша жизнь тоже будет улучшаться. Серьезный кризис разрушает эту договоренность. Люди начинают усматривать в действиях элиты некомпетентность, алчность или, как в нашем случае, и то и другое. Политические выводы последуют далеко не сразу. Но они обязательно будут.

Итак, вот три главные ошибки элит в западных странах³¹.

Во-первых, экономическая, финансовая, интеллектуальная и политическая элиты ошибались в оценке последствий безудержной финансовой либерализации. Они витали в облаках, свято веря в способность финансового рынка самостоятельно достигать равновесия, и не просто допускали, но и поощряли масштабное долговое финансирование, к тому же еще и крайне прибыльное для финансового сектора. Элита, отвечавшая за экономическую политику, недооценила риски системного провала. Финансовая элита лишилась всякого доверия из-за своих проступков и необходимости спасти ее всем миром. Интеллектуальная элита лишилась авторитета, потому что не смогла ни предвидеть кризиса, ни прийти к единому мнению о том, что следует делать после него. Политическая элита лишилась доверия из-за готовности финансировать спасение финансового сектора, каким бы нужным оно ни было. Доверие к этим элитам ослабеет еще сильнее, если по итогам операции спасения те элиты, которых считают виновниками кризиса, становятся еще богаче. Страдает чувство справедливости, лежащее в основе политической экономики капитализма, которое гласит, что успех добывается трудом, а не обманом и не подается на блюде.

Во-вторых, за последние тридцать лет возникла глобальная экономическая и финансовая элита, которая с тех пор все больше отдалялась от когда-то родных стран. Тем самым наносился большой ущерб понятию гражданства, этому цементирующему раствору демократии. Сужение круга получающих выгоду от экономического роста еще больше усугубляет эти процессы.

В-третьих, создав евро, европейцы превратили вполне рядовой интеграционный проект в нечто совершенно новое. Экономические трудности, стоящие перед пострадавшими от кризиса странами, довольно очевидны: тяжелые рецессии, чрезвычайно высокая безработица, массовая эмиграция и тяжелейшее долговое бремя.

31. Это место я взял из своей статьи: Martin Wolf, 'Failing Elites Threaten our Future', *Financial Times*, 14 January 2014, <http://www.ft.com/cms/s/0/cfc1eb1c-76d8-11e3-807c-00144feabdco.html>.

В то же время недостаточное внимание уделяется конституционным противоречиям, которые выявил кризис. Вся власть в еврозоне сосредоточена в руках правительств стран-кредиторов, в первую очередь Германии, и тройки невыборных бюрократических органов — Европейской комиссии, Европейского центрального банка и Международного валютного фонда. Народы сильно пострадавших от кризиса стран не имеют на них никакого влияния. Формально подчиненные им политики лишены власти. Это разрыв между ответственностью и политическими полномочиями бьет в самое сердце демократического управления.

Утрата доверия к деловым качествам и честности элит неизбежно подтачивает веру в легитимность демократии. Люди все острее чувствуют, что страна управляется не в их интересах, а в интересах узкой прослойки тесно связанных друг с другом инсайдеров, которые сначала снимают все сливки, а когда дела начинают идти плохо, не только ускользают от убытков, но и перекладывают огромные издержки на всех остальных. На этой почве растут обличительные популистские движения как левого, так и правого толка. А между тем в будущем готовность всех слоев населения жертвовать собственным благополучием ради общего блага будет еще важнее, чем до кризиса. Сегодня экономики западных стран гораздо беднее, чем можно было ожидать десять лет назад. Их жителям предстоит длительный период затягивания поясов. Очень важно, чтобы он не только был справедливым, но и воспринимался таковым.

Нужно сделать все возможное для восстановления экономического роста, причем как спроса, так и предложения. Нельзя допустить, чтобы подобный кризис случился вновь, не отказываясь от полезных сторон открытой мировой экономики и интегрированных финансовых отношений. Чтобы все это воплотить в жизнь, потребуется действовать намного радикальнее, чем многие себе могут представить. Нам нужно не только хорошо понимать, почему мировая экономика пошла по ложному пути. Нужно свернуть с этого пути. Если мы этого не сделаем, то в следующий раз, когда случится серьезный кризис, даже наша открытая всемирная экономика рискует погибнуть в огне.

Литература

- Abiad, Abdul, Ravi Balakrishnan, Petya Koeva Brooks, Daniel Leigh and Irina Tytell. 'What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics After Banking Crises', WP/09/245, International Monetary Fund, Washington DC, November 2009.
- Acemoglu, Daron. 'The World our Grandchildren will Inherit: The Rights Revolution and Beyond', National Bureau of Economic Research Working Paper 17994, April 2012. www.nber.org.
- Admati, Anat and Martin Hellwig. *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It* (Princeton: Princeton University Press, 2013).
- Ahamed, Liaquat. *Lords of Finance: The Bankers who Broke the World* (New York: Penguin, 2009).
- Akerloff, George. 'The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 3 (1970), p. 488–500.
- Alesina, Alberto and Silvia Ardagna. 'Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending', *Tax Policy and the Economy*, vol. 24 (2010), ed. Jeffrey R. Brown (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research). http://www.nber.org/chapters/c11970.pdf?new_window=1.
- Alessandri, Piergiorgio and Andrew Haldane. 'Banking on the State', November 2009. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2009/409.aspx>.
- Alpert, Daniel. *The Age of Oversupply: Overcoming the Greatest Challenge to the Global Economy* (New York and London: Portfolio Penguin, 2013).
- Arnott, Robert and Denis Chaves. 'A New "New Normal" in Demography and Economic Growth', 27 August 2013. http://www.indexuniverse.com/docs/magazine/2/2013_229.pdf.
- Atkins, Ralph. 'ECB Unveils New Support for Banks', *Financial Times*, 8 December 2012. www.ft.com.
- Aubrey, Thomas. *Profiting from Monetary Policy: Investing through the Business Cycle* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2013).
- Bagehot, Walter. 'Essay on Edward Gibbon' (1856), *The Works and Life of Walter Bagehot*, ed. Mrs Russell Barrington, vol. 2 (*Historical and Financial Essays*). http://rosenfelds.org/p11-v5/pdf/Bagehot_1451-02_EBk_v5.pdf.
- Bagehot, Walter. *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873). <http://www.gutenberg.org/ebooks/4359>.
- Bank for International Settlements. *83rd Annual Report*, Basel, 23 June 2013. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.pdf>.
- Bank of England. *Financial Stability Report*, April 2007. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2007/fsrfullo704.pdf>.

- Bank of England. 'The Funding for Lending Scheme', *Quarterly Bulletin*, Q4, (2012). <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb120401.pdf> Barber, Tony. 'Greece Rapped for Understating Deficit', *Financial Times*, 20 October 2009. www.ft.com.
- Barker, Alex. 'Marathon Talks Seal EU Banking Union', *Financial Times*, 20 March 2014. <http://www.ft.com/cms/s/0/adfe7be4-b04e-11e3-8058-00144feab7de.html>.
- Basel Committee on Banking Supervision. 'An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements', August 2010. <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>.
- Basel Committee on Banking Supervision. 'Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems', December 2010 (rev. June 2011). <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.
- Basel Committee on Banking Supervision. 'Consultative Document: Revised Basel III Leverage Ratio Framework and Disclosure Requirements', June 2013. <http://www.bis.org/publ/bcbs251.pdf>.
- Beales, Richard Paul J. Davies, Chris Flood, Krishna Guha, Richard Milne and Gillian Tett. 'ECB Injects Euros 95bn to Aid Markets', *Financial Times*, 10 August 2007. www.ft.com.
- Bebchuk, Lucien A. and Holger Spamann. 'Regulating Bankers' Pay', *Georgetown Law Journal*, vol. 98, no. 2 (2010), pp. 247–87. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072.
- Benes, Jaromir and Michael Kumhof. 'The Chicago Plan Revisited', WP/12/202. International Monetary Fund. August 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>.
- Berlin, Isaiah. 'Two Concepts of Liberty', in *Four Essays on Liberty* (Oxford: Oxford University Press, 1969).
- Bernanke, Ben. *Essays on the Great Depression* (Princeton: Princeton University Press, 2000).
- Bernanke, Ben. 'Asset Price "Bubbles" and Monetary Policy', 15 October 2002. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021015>.
- Bernanke, Ben. 'Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here', 21 November 2002. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121>.
- Bernanke, Ben. 'Some Thoughts on Monetary Policy in Japan', 31 May 2003. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531>.
- Bernanke, Ben. 'The Great Moderation', 20 February 2004. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>.
- Bernanke, Ben. 'The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit', Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March 2005. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102>.
- Bernanke, Ben. 'The Housing Market and Subprime Lending', 5 June 2007. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070605a.htm>.
- Bernanke, Ben. 'The Federal Reserve's Response to the Financial Crisis, Lectures 3 & 4', George Washington University School of Business, 27 and 29 March 2012. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/lectures/federal-reserve-response-to-the-financial-crisis.htm>.
- Berry, Stuart, Richard Harrison, Ryland Thomas and Iain de Weymarn. 'Interpreting Movements in Broad Money', *Bank of England Quarterly Bulletin* (2007), Q3. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb070302.pdf>.

- Bezemer, Dirk J. '“No One Saw This Coming”: Understanding Financial Crisis through Accounting Models', 16 June 2009, Munich Personal RePEc Archive, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15892>.
- Bhalla, Surjit. *Devaluing to Prosperity: Misaligned Currencies and their Growth Consequences* (Washington DC: Peterson Institute for International Economics, 2012; New Delhi: Oxford University Press, 2013).
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia and Paolo Mauro. 'Rethinking Macroeconomic Policy', IMF Staff Position Note 10/03, 12 February 2010. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.
- Blanchard, Olivier. 'Lessons from Latvia', 11 June 2013. <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/06/11/Lessons-from-latvia>.
- Blankfein, Lloyd. 'Remarks to the Council of Institutional Investors', April 2009. <http://www2.goldmansachs.com/ideas/public-policy/lcb-speech-to-cii.html>.
- Blinder, Alan S. *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead* (New York: Penguin, 2013).
- Blyth, Mark. *Austerity: The History of a Dangerous Idea* (New York: Oxford University Press, 2013).
- Board of Governors of the Federal Reserve Board. 'Agencies Adopt Enhanced Supplementary Leverage Ratio Final Rule and Issue Supplementary Leverage Ratio Notice of Proposed Rulemaking', 8 April 2014. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20140408a.htm>.
- Borio, Claudio. 'Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link?', BIS Working Papers No. 346, May 2011. <http://www.bis.org/publ/work346.pdf>.
- Borio, Claudio and William White. 'Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes', Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on 'Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy', 28–30 August 2003. www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2003/pdf/Boriowhite2003.pdf.
- Braithwaite, Tom and Chris Tighe. 'Patient Queues in Very British Bank Run', *Financial Times*, 14 September 2007. www.ft.com.
- Bowers, Simon. 'Wall Street Banks in \$70bn Staff Payout', *The Guardian*, 17 October 2008. <http://www.theguardian.com/business/2008/oct/17/executivesalaries-banking>.
- Brender, Anton and Florence Pisani. *Global Imbalances and the Collapse of Globalised Finance* (Brussels: Centre for European Policy Studies, 2010).
- Brenke, Karl, Ulf Rinne and Klaus F. Zimmermann. 'Short-Time Work: The German Answer to the Great Recession', IZA Discussion Paper 5780, June 2011, <http://ftp.iza.org/dp5780.pdf>.
- British Academy. 'Letter Sent to The Queen on 22 July 2009'. <http://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>.
- Broadbent, Ben. 'Deleveraging', 15 March 2012. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech553.pdf>.
- Brown, Brendan. *The Global Curse of the Federal Reserve: How Investors can Survive and Profit from Monetary Chaos* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2013).
- Brown, Gordon. 'Speech to the Labour Party Conference in Brighton', 27 September 2004. http://news.bbc.co.uk/1/hi/uk_politics/3694046.stm.
- Brown, Gordon. 'Speech by the Chancellor of the Exchequer, the Rt. Hon. Gordon Brown MP, at the Mansion House, London', 21 June 2006. <http://www.ft.com/cms/s/0/00a235ba-015d-11db-afi6-0000779e2340.html>.
- Brynjolfsson, Erik and Andrew McAfee. *Race Against the Machine: How the Digital Revolution is Accelerating Innovation, Driving Employment and the Economy* (Lexington, MA: Digital Frontier Press, 2011).

- Brynjolfsson, Erik and Andrew McAfee. *The Second Machine Age: Work, Progress and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies* (New York and London: W. W. Norton, 2014).
- Buffett, Warren. 'Goodreads'. http://www.goodreads.com/author/quotes/756.Warren_Buffett.
- Buiter, Willem. 'The Unfortunate Uselessness of Most State of the Art Academic Macroeconomics', 3 March 2009. <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics>.
- Bulow, Jeremy, Jacob Goldfield and Paul Klemperer. 'Market-Based Capital Regulation', 29 August 2013. <http://www.voxeu.org/article/market-based-bank-capital-regulation>.
- Calvo, Guillermo. 'Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops', *Journal of Applied Economics*, vol. 1, no. 1 (November 1998), pp. 35–54.
- Cameron, David. Speech, 7 March 2013. http://www.conservatives.com/News/Speeches/2013/03/Prime_Ministers_Speech_on_The_Economy.aspx.
- Canuto, Otaviano and Matheus Cavallari. 'Integrating Monetary Policy and Macroprudential Regulation', 21 May 2013. <http://www.voxeu.org/article/integrating-monetary-policy-and-macroprudential-regulation>.
- Cassidy, John. 'The Minsky Moment', *The New Yorker*. 4 February 2008. http://www.newyorker.com/talk/comment/2008/02/04/080204taco_talk_cassidy.
- Cassidy, John. *How Markets Fail: The Logic of Economic Calamities* (London: Penguin, 2009).
- Catão, Luis A. V. and Gian Maria Milesi-Feretti. 'External Liabilities and Crisis Risk', 4 September 2013. <http://www.voxeu.org/article/external-liabilities-and-crisis-risk>.
- Cecchetti, Stephen G. and Enisse Kharroubi. 'Reassessing the Impact of Finance on Growth', BIS Working Papers No. 381, July 2012. <http://www.bis.org/publ/work381.pdf>.
- Chaffin, Joshua. 'EU Bank Bonus Rules Approved', *Financial Times*, 13 March 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/ca5becfo-91ae-11e2-b4c9-00144feabdc0.html?siteedition=uk>.
- Claessens, Stijn, Swati Gosh and Roxana Mihet. 'Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities', 12 November 2012. http://macrofinance.nipfp.org.in/PDFJIMFPr_Claessens_NIPFP-DEA-JIMF_Conference_December_2012.pdf.
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union. 'Report on Economic and Monetary Union in the European Community', 1989. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf.
- Committee on the Global Financial System. 'Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences', CGFS Papers No. 38, May 2010. <http://www.bis.org/publ/cgfs38.pdf>.
- Congressional Budget Office. 'Trends in the Distribution of Household Incomes between 1979 and 2007', October 2011. <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/10-25-HouseholdIncome.pdf>.
- Cowen, Tyler. *The Great Stagnation: How America Ate All the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better* (New York: Dutton, 2011).
- Crafts, Nicholas and Peter Fearndon. *The Great Depression of the 1930s: Lessons for Today* (Oxford: Oxford University Press, 2013).
- Croft, Jane, Kate Burgess and George Parker. 'B&B Set to be Taken into Public Ownership', *Financial Times*, 29 September 2008.

- Darling, Alistair. *Back from the Brink: 1,000 Days at Number 11* (London: Atlantic Books, 2011).
- Darvas, Zsolt. 'Intra-Euro Rebalancing is Inevitable, but Insufficient', Bruegel Policy Contribution Issue 2012/15, August 2012. www.bruegel.org.
- Darvas, Zsolt. 'The Euro Area's Tightrope Walk: Debt and Competitiveness in Italy and Spain', Bruegel Policy Contribution Issue 2013/11, September 2013. www.bruegel.org.
- Davies, Paul and Michael Mackenzie. 'Money Fund Sector Shocked as Reserve Breaks the Buck', *Financial Times*, 18 September 2012. www.ft.com.
- Davis, Ian. 'The New Normal', *McKinsey Quarterly* (March 2009). http://www.mckinsey.com/insights/strategy/the_new_normal.
- Davis, Polk. 'Basel III Leverage Ratio: U.S. Proposes American Add-On; Basel Committee Proposes Important Denominator Changes', 13 July 2013. <http://www.davispolk.com/sites/default/files/files/Publication/7a0a4791-d6cb-4248-8ff0-3f8968a19dab/Preview/PublicationAttachment/55dacc73-e480-42a3-9524-425fb2ffca3a/07.19.13.Basel.3.Leverage.pdf>.
- De Grauwe, Paul. 'The Governance of a Fragile Eurozone', CEPS Working Documents, *Economic Policy*, 4 May 2011. <http://www.ceps.eu/book/governance-fragile-eurozone>.
- De Grauwe, Paul. 'Managing a Fragile Eurozone', 10 May 2011. <http://www.voxeu.org/article/managing-fragile-eurozone>.
- De Grauwe, Paul. 'Why the ECJ Should Reject the German Constitutional Court's Ruling', 11 March 2014. *Social Europe Journal*. <http://www.social-europe.eu/2014/03/german-constitutional-court>.
- De Grauwe, Paul and Yuemei Ji. 'Panic-Driven Austerity in the Eurozone and its Implications', 21 February 2013. <http://www.voxeu.org/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>.
- De Long, J. Bradford and Lawrence H. Summers. 'Fiscal Policy in a Depressed Economy', *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring 2012), pp. 233-97. http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a_DeLong.pdf.
- Dooley, Michael and Peter Garber. 'Global Imbalances and the Crisis: A Solution in Search of a Problem', 21 March 2009. www.voxeu.org.
- Dowd, Kevin, John Cotter, Chris Humphrey and Margaret Woods. 'How Unlucky is 25-Sigma?', Centre for Risk & Insurance Studies, Nottingham University Business School, CRIS Discussion Paper Series — 2008.111, 24 March 2008. <http://www.nottingham.ac.uk/business/cris/papers/2008-3.pdf>.
- Duncan, Richard. *The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy* (Singapore: John Wiley & Sons, 2012).
- Easton, Mark. 'The Great Myth of Urban Britain', 28 June 2012. <http://www.bbc.co.uk/news/uk-18623096>.
- Edwards, Lawrence and Robert Z. Lawrence. *Rising Tide: Is Growth in Emerging Economies Good for the United States?* (Washington DC: Peterson Institute for International Economics, 2013).
- Eichengreen, Barry. 'The Euro: Love it or Leave it?', 4 May 2010. <http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises>.
- Eichengreen, Barry and Kevin O'Rourke. 'A Tale of Two Depressions Redux', 6 March 2012. www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-redux.
- European Central Bank. 'Monetary Policy', <http://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.
- European Central Bank. 'The European Stability Mechanism', *ECB Monthly Bulletin* (July 2011). http://www.ecb.int/pub/pdf/other/art2_mb201107en_pp71-84en.pdf.

- European Central Bank. 'Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank, at the Global Investment Conference in London', 26 July 2012. <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.
- European Central Bank. 'Introductory Statement to Press Conference', 6 September 2012. <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>.
- European Central Bank. 'Technical Features of Outright Monetary Transactions', 6 September 2012. http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.
- European Commission. *Economic Forecast Autumn 2008*, 6/2008. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13290_en.pdf.
- European Commission. 'Banking Structural Reform (follow-up to the Liikanen Report)'. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/structural-reform/index_en.htm.
- European Commission. 'Banking Union'. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union.
- European Commission. 'European Financial Stabilisation Mechanism'. http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/efsm/index_en.htm.
- European Commission. 'Euro Plus Pact'. http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/euro_plus_pact_background_december_2011_en.pdf.
- European Commission. 'European Financial Supervision'. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees.
- European Commission. 'European Semester'. <http://ec.europa.eu/europe2020/making-it-happen>.
- European Commission. 'European Stability Mechanism'. <http://www.esm.europa.eu>.
- European Commission. 'Macroeconomic Imbalance Procedure'. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm.
- European Commission. 'Stability and Growth Pact'. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm.
- European Commission. 'Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union'. http://european-council.europa.eu/media/639235/stootscg26_en12.pdf.
- Federal Deposit Insurance Company. 'Guidance on Sound Incentive Compensation Policies', 16 September 2013. <http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/5000-5350.html>.
- Feenstra, Robert C. and Alan M. Taylor, eds. *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century* (Chicago: University of Chicago Press, 2013).
- Ferguson, Niall. 'Our Great Recession', *The New York Times*, 28 February 2009. http://www.nytimes.com/2009/03/01/opinion/o1ferguson.html?_r=0.
- Ferguson, Thomas and Robert Johnson. 'Too Big to Bail: The "Paulson Put", Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown', *International Journal of Political Economy*, vol. 38, no. 2 (Summer 2009), pp. 5–45.
- Finance Ministers and Central Bank Governors. 'Communiqué', Busan, Republic of Korea, 5 June 2010. <http://www.ft.com/cms/422d6406-7093-11df-96ab-00144feabdco.pdf>.
- Financial Stability Board. 'Implementing the FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes—How Far have we Come?', PLEN/2013/55, 15 April 2013.
- Financial Stability Board. '2013 Update of Group of Global Systemically Important Banks (G-SIBs)', 2013. https://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131111.pdf.

- Fisher, Irving. 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica*, vol. 1, no. 4 (October 1933), pp. 337–57. <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>.
- Forstater, Matthew. Functional Finance and Full Employment: Lessons from Lerner for Today', Working Paper No. 272, The Jerome Levy Economics Institute, July 1999.
- Fox, Justin. *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Delusion on Wall Street* (New York: HarperCollins, 2009).
- Frank, Robert H. and Philip J. Cook. *The Winner-Take-All Society: Why the Few at the Top Get So Much More than the Rest of Us* (London and New York: Penguin, 1996).
- Frydman, Roman and Michael D. Goldberg. *Beyond Mechanical Markets: Asset Price Swings, Risk, and the Role of the State* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2011).
- Galbraith, James K. *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis* (Oxford and New York: Oxford University Press, 2012).
- Galbraith, John Kenneth. *The Great Crash of 1929* (Boston and New York: Mariner, 1997).
- Garber, Peter M. 'Notes on the Role of TARGET in a Stage III Crisis', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 6619, June 1998. www.nber.org.
- Geithner, Tim. *Stress Tests: Reflections on Financial Crises* (New York: Crown Publishers, 2014).
- Gertler, Mark. 'Commentary: Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes', Federal Reserve Bank of Kansas City symposium on 'Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy', 28–30 August 2003. <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2003/pdf/Gertler2003.pdf>.
- Gibson, Michael S. 'Understanding the Risk of Synthetic CDOs', July 2004. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200436/200436pap.pdf>.
- Godley, Wynne and Marc Lavoie. *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production, and Wealth* (Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007).
- Goldberg, Steven. 'Investing in the New Normal', October 2010. http://www.kiplinger.com/article/investing/TO41-C007-S001-investing-in-the-new-normal.html?topic_id=43.
- Goodhart, Charles A. E. 'The Optimal Financial Structure', Special Paper 20, LSE Financial Markets Group Paper Series, March 2013. <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP220.pdf>.
- Gordon, Robert. 'Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18315, August 2012. www.nber.org.
- Gorton, Gary B. *Misunderstanding Financial Crises: Why we Don't See them Coming* (Oxford: Oxford University Press, 2012).
- Government Commission of the German Corporate Governance Code. 'German Corporate Governance Code (as amended 18 June 2009)', 2009. <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/1.html>.
- Gov.uk. 'Help to Buy: Home Ownership Schemes', 2013. <https://www.gov.uk/affordable-home-ownership-schemes/help-to-buy-equity-loans>.
- Greenspan, Alan. 'Testimony of Dr Alan Greenspan to the House of Representatives Committee of Government Oversight and Reform', 23 October 2008. <http://www.clipsandcomment.com/2008/10/23/text-alan-greenspan-testimony-congress-october-23>.

- Greenspan, Alan. 'Regulators must Risk More, and Intervene Less', 26 July 2011. ft.com. <http://blogs.ft.com/the-a-list/2011/07/26/buffers-against-risk-carry-a-cost-to-society>.
- Greenspan, Alan. *The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting* (London: Allen Lane, 2013).
- Greetham, Trevor. 'Rising Household Debt Threatens UK Recovery', *Financial Times*, 2 September 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/9825ad6a-obda-11e3-8f77-00144feabdco.html?siteedition=uk>.
- Group of 20. 'Declaration on Strengthening the Financial System', London Summit, 2 April 2009. http://www.mofa.go.jp/policy/economy/g20_summit/2009-1/annex2.html.
- Group of 20. 'G20 Toronto Summit Declaration', 27 June 2010. http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2010/06/27/AR2010062702887_2.html?sid=ST2010062604320.
- Guajardo, Jaime, Daniel Leigh and Andrea Pescatori. 'Expansionary Austerity: New International Evidence', International Monetary Fund Working Paper. WP/11/158, July 2011. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11158.pdf>.
- Greetham, Trevor. 'Rising Household Debt Threatens UK Recovery', *Financial Times*, 2 September 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/9825ad6a-obda-11e3-8f77-00144feabdco.html?siteedition=uk>.
- Guerrera, Francesco and Henny Sender. 'JP Morgan Buys Bear Stearns for \$2 a Share', *Financial Times*, 16 March 2008. www.ft.com.
- Guerrera, Francesco, Henny Sender, Michael Mackenzie, Krishna Guha, James Politi and Daniel Dombey. 'Fears Emerge over \$700bn Rescue', *Financial Times*, 22 September 2008. www.ft.com.
- Guha, Krishna. 'Action to Address "Root" Causes', *Financial Times*, 15 October 2008. www.ft.com.
- Guha, Krishna, Aline van Duyn, Michael Mackenzie and Francesco Guerrera. 'Fed in \$85bn AIG Rescue Deal', *Financial Times*, 17 September 2008. www.ft.com.
- Guha, Krishna, Chris Giles, Saskia Scholtes and Joanna Chung. 'US Takes Control of Fannie and Freddie', *Financial Times*, 8 September 2008. www.ft.com.
- Haldane, Andrew G. 'Rethinking the Financial Network', Bank of England, April 2009. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2009/speech386.pdf>.
- Haldane, Andrew G. 'The \$100bn Question', Bank of England, March 2010. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech433.pdf>.
- Haldane, Andrew G. 'Control Rights (and Wrongs)', Wincott Annual Memorial Lecture, 24 October 2011. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech525.pdf>.
- Haldane, Andrew G. and Vasileios Maduros. 'The Dog and the Frisbee', Paper given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th Economic Policy Symposium, 'The Changing Policy Landscape', Jackson Hole, Wyoming, 31 August 2012. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech596.pdf>.
- Haldane, Andrew G., Simon Brennan and Vasileios Madouros. 'What is the Contribution of the Financial Sector: Miracle or Mirage?', in Adair Turner et al., *The Future of Finance: The LSE Report* (London: London School of Economics and Political Science, 2010). <http://harri23et.files.wordpress.com/2010/07/futureof-finance-chapter21.pdf>, Figure 19.
- Hayek, Friedrich. *The Road to Serfdom*, (Chicago: Chicago University Press, 1944).

- Herndon, Thomas, Michael Ash and Robert Pollin. 'Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff', 15 April 2013. http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf.
- Hicks, John R. 'Mr Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation', *Econometrica*, vol. 5, no. 2 (April 1937).
- High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, chaired by Erkki Liikanen. *Final Report*, Brussels, 2 October 2012. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf.
- Hirschmann, Albert O. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970).
- House of Commons Treasury Committee. 'Evidence on 24th June 2009', *Banking Crisis: Regulation and Supervision*, 14th Report of Session 2008–09. (London: The Stationery Office, 31 July 2009).
- Housman, A. E., *Last Poems*, XXXV http://www.chiark.greenend.org.uk/~martinh/poems/complete_housman.html#LPxxxv.
- Huerta de Soto, Jesús. *The Austrian School: Market Order and Entrepreneurial Creativity* (Cheltenham and Northampton, MA: Edward Elgar, 2008).
- Humphrey, Thomas M. and Robert E. Keleher. 'The Lender of Last Resort: A Historical Perspective', *Cato Journal*, vol. 4, No. 1 (Spring/Summer 1984) pp. 275–321. <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1984/5/cj4n1-12.pdf>.
- Independent Commission on Banking. *Interim Report: Consultation on Reform Options*, April 2011. <http://s3-eu-west-1.amazonaws.com/htcdn/Interim-Report-110411.pdf>.
- Independent Commission on Banking. *Final Report: Recommendations*, London, September 2011. <https://hmt-sanctions.s3.amazonaws.com/ICB%20final%20report/ICB%2520Final%2520Report%5B1%5D.pdf>.
- Institute for New Economic Thinking. 'Why Did So Many Economists Fail to Predict the Global Financial Crisis, and So Many Policymakers Mishandle It – While Some Saw It All Coming?'. <http://ineteconomics.org/financial-crisis-blinders>.
- International Monetary Fund, 'Statement by IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn on Greece', 23 April 2010. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10168.htm>.
- International Monetary Fund, 'IMF Reaches Staff-level Agreement with Greece on €30bn Stand-by Arrangement', Press Release No. 10/176, 2 May 2010. www.imf.org.
- International Monetary Fund. 'IMF Executive Board Approves €30 Billion Stand-by Arrangement for Greece', Press Release No. 10/187, 9 May 2010. www.imf.org.
- International Monetary Fund. 'IMF Executive Board Approves €22.5 Billion Extended Arrangement for Ireland', Press Release No. 10/496, 16 December 2010. www.imf.org.
- International Monetary Fund. 'IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn Resigns', Press Release No. 11/187, 18 May 2011. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11187.htm>.
- International Monetary Fund. 'IMF Executive Board Approves an €26 Billion Extended Arrangement for Portugal', Press Release No. 11/190, 20 May 2011. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2011/pr11190.htm>.
- International Monetary Fund. 'Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation', IMF Country Report No. 12/181, July 2012. www.imf.org.
- International Monetary Fund. 'IMF Executive Board Approves €1bn Arrangement under Extended Fund Facility for Cyprus', Press Release No. 13/175, 15 May 2013. www.imf.org.

- International Monetary Fund. 'Greece: Ex-Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-by Arrangement', 20 May 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13156.pdf>.
- International Monetary Fund. 'Euro Area Policies: 2013 Article IV Consultation', IMF Country Report No. 13/231, July 2013. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13231.pdf>.
- International Monetary Fund. 'IMF's Response to the Global Economic Crisis', 19 September 2013. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/changing.htm>.
- International Monetary Fund. 'The IMF at a Glance', 24 September 2013. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/glance.htm>.
- International Monetary Fund. 'The G20 Mutual Assessment Process (MAP)', 26 September 2013. <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/g20map.htm>.
- International Monetary Fund. 'Emerging Markets: Where Are They and Where Are They Headed?', October 2013, unpublished.
- International Monetary Fund. 'Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)', 30 December 2013. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.
- International Monetary Fund, *Fiscal Monitor*, Various Issues. www.imf.org.
- International Monetary Fund. *Global Financial Stability Report*. Various issues. www.imf.org.
- International Monetary Fund. *World Economic Outlook*. Various issues. www.imf.org.
- Investopedia. 'Five Steps of a Bubble', 2 June 2010. <http://www.investopedia.com/articles/stocks/10/5-steps-of-a-bubble.asp>.
- Islam, Iyanatul and Anis Chowdhury. 'Revisiting the Evidence on Expansionary Fiscal Austerity: Alesina's Hour?', 28 February 2012. <http://www.voxeu.org/debates/commentaries/revisiting-evidence-expansionary-fiscal-austerity-alesina-s-hour>.
- Jackson, Andrew and Ben Dyson. *Modernising Money: Why our Monetary System is Broken and How it Can be Fixed* (London: Positive Money, 2013).
- Jayadev, Arjun and Mike Konczal. 'The Boom Not The Slump: The Right Time For Austerity', The Roosevelt Institute, 23 August 2010. http://www.roosevelt-institute.org/sites/all/files/not_the_time_for_austerity.pdf.
- Jordà, Òscar, Moritz Schularick and Alan M. Taylor. 'Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16567, December 2010. www.nber.org.
- Kaletsky, Anatole. *Capitalism 4.0: The Birth of a New Economy* (London: Bloomsbury, 2010).
- Kay, John. *The Truth about Markets: Why Some Nations are Rich but Most Remain Poor* (London: Penguin, 2004).
- Keating, Frank. 'There Is Such a Thing as Having Too Much Capital', Financial Times, 22 August 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/6fea2b90-09bf-11e3-ad07-00144feabdco.html>.
- Keynes, John Maynard. *Tract on Monetary Reform* (London: Macmillan, 1923).
- Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London: Macmillan, 1936).
- Kindleberger, Charles P. and Robert Z. Aliber. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, 6th edn (London: Palgrave Macmillan, 2011).
- King, Mervyn. 'Banking from Bagehot to Basel, and Back Again', 25 October 2010, The Second Bagehot Lecture, Buttonwood Gathering, New York City, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2010/speech455.pdf>.

- King, Stephen. *When the Money Runs Out: The End of Western Affluence* (New Haven and London: Yale University Press, 2013).
- Knapp, Georg Friedrich. *The State Theory of Money* (London: Macmillan, 1924).
- Konczal, Mike. 'Peter Wallison Discusses Fannie and Freddie for the American Spectator, or: Where are the Fact Checkers?', May 2011. <http://rortybomb.wordpress.com/2011/05/18/peter-wallison-discusses-fannie-and-freddie-for-the-american-spectator-or-where-are-the-fact-checkers>.
- Koo, Richard. *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession* (Singapore: John Wiley, 2008).
- Kotlikoff, Laurence. *Jimmy Stewart is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2010).
- Krugman, Paul. *End this Depression Now!* (New York: W. W. Norton, 2012).
- Krugman, Paul. 'Conventional Wisdom', *The New York Times*, 27 May 2010. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/05/27/conventional-madness>.
- Krugman, Paul. 'Cogan, Taylor, and the Confidence Fairy', *The New York Times*, 19 March 2013. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/03/19/cogan-taylor-and-the-confidence-fairy>.
- Krugman, Paul. 'The Stimulus Tragedy', *The New York Times*, 20 February 2014. <http://www.nytimes.com/2014/02/21/opinion/krugman-the-stimulus-tragedy.html?ref=paulkrugman>.
- Kuttner, Robert. *Debtors' Prison: The Politics of Austerity Versus Possibility* (New York: Alfred A. Knopf, 2013).
- Laeven, Luc and Fabian Valencia. 'Systemic Banking Crises: A New Database', International Monetary Fund WP/08/224, 2008. www.imf.org.
- Lakner, Christoph and Branco Milanovic. 'Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession', World Bank Research Working Paper No. 6719, December 2013. http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/1W3P/IB/2013/12/11/000158349_20131211000152/Rendered/PDF/WPS6719.pdf.
- Lanman, Scott and Steve Matthews. 'Greenspan Concedes to "Flaw" in his Market Ideology', 23 October 2008. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah5qh9Up4r1g>.
- Larsen, Peter Thal, 'Goldman Pays the Price of Being Big', *Financial Times*, 13 (August 2007), www.ft.com.
- Laubach, Thomas and John C. Williams. 'Measuring the Natural Rate of Interest', Board of Governors of the Federal Reserve System, November 2001. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200156/200156pap.pdf>.
- Lerner, Abba P. 'Money as a Creature of the State', Papers and Proceedings of the Fifty-Ninth Annual Meeting of the American Economic Association, *American Economic Review*, vol. 37, no. 2 (May 1947), pp. 312–17.
- Letter to Her Majesty the Queen, 22 July 2009, <http://media.ft.com/cms/3e3b6ca8-7a08-11de-b86f-00144feabdco.pdf>.
- Levy, David. 'The Contained Depression: 2008 — (2018?): What It Is, Why It Happened, How It Will Play Out, and What Will Follow', April 2012, The Jerome Levy Forecasting Center. <http://levyforecast.com/jlwp/wp-content/uploads/2012/04/The-Contained-Depression-April-2012.pdf>.
- Liikanen, Erkki. 'The Case for Structural Reforms of Banking after the Crisis', Brussels, 2 October 2012 http://www.suomenpankki.fi/en/suomen_pankki/ajan_kohtaista/puheet/Pages/puhe_el_hleg.aspx.
- Lin, Justin Yifu. *Against the Consensus: Reflections on the Great Recession* (Cambridge: Cambridge University Press, 2013).

- Lipton, David. 'Emerging Markets in Transition', 8 October 2013 <http://www.imf.org/external/np/msc/2013/am/lipton.pdf>.
- Lucas, Robert E. 'Macroeconomic Priorities', Presidential Address to the American Economic Association', 4 January 2003. <http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/Taxes/Lucas%20priorities%20AER%2003.pdf>.
- McKinsey Global Institute. *Mapping Global Capital Markets 2011*, August 2011. http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/mapping_global_capital_markets_2011.
- McKinsey Global Institute. *Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Road to Growth*. January 2012. http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/uneven_progress_on_the_path_to_growth.
- McLean, Bethany and Joe Nocera, 2010. *All the Devils are Here: The Hidden History of the Financial Crisis* (London and New York: Portfolio Penguin, 2010).
- McLeay, Michael, Amar Radia and Ryland Thomas. 'Money Creation in the Modern Economy', *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1 (2014), p. 14–27. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q102.pdf>.
- Macfarlane, Alan. *The Origins of English Individualism: Family, Property and Social Transition* (Oxford: Blackwell, 1978).
- Martin, Felix. *Money: The Unauthorised Biography* (London: Bodley Head, 2013).
- Mazzucato, Mariana. *The Entrepreneurial State: Debunking Public vs Private Myths in Risk and Innovation* (London: Anthem Press, 2013).
- Mehrling, Perry. *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2011).
- Meltzer, Allan H. 'When Inflation Doves Cry', Project Syndicate, 13 August 2013. <http://www.project-syndicate.org/commentary/why-us-inflation-remains-low-by-allan-h-meltzer>.
- Merler, Sylvia and Jean Pisani-Ferry. 'Sudden Stops in the Euro Area', Bruegel Policy Contribution 2012/06, March 2012. www.bruegel.org.
- Miles, David, Jing Yang and Gilberto Marcheggiano. 'Optimal Bank Capital', External MPC Unit. Discussion Paper No. 31: revised and expanded version, April 2011. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=DA5FA4A323E2B8A6263D1A4035C469A?doi=10.1.1.193.8030&rep=rep1&type=pdf>.
- Milne, Alistair. *The Fall of the House of Credit: What Went Wrong in Banking and What Can Be Done to Repair the Damage* (Cambridge: Cambridge University Press, 2009).
- Min, David. 'Faulty Conclusions Based on Shoddy Foundations', Center for American Progress, February 2011. <http://www.americanprogress.org/wp-content/uploads/issues/2011/02/pdf/pinto.pdf>.
- Minsky, Hyman P. 'The Modeling of Financial Instability: An Introduction', in *Modeling and Simulation 5*, Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference. Instrument Society of America (1974), p. 267–73.
- Minsky, Hyman P. 'Can 'It' Happen Again? A Reprise', Introduction to Minsky, *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance* (Armonk: M. E. Sharpe, 1982), also in *Challenge*, July–August 1982, Hyman P. Minsky Archive, Paper 155. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/155.
- Minsky, Hyman P. *Inflation, Recession and Economic Policy* (Brighton: Wheatsheaf, 1982).
- Minsky, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press, 1986).
- Minsky, Hyman P. 'Financial Instability and the Decline (?) of Banking: Future Policy Implications', Working Paper No. 127, October 1994. The Jerome Levy Research Institute of Bard College. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp127.pdf>.

- Moghadam, Reza, Ranjit Tela and Pelin Berkmen. 'Euro Area — "Deflation" versus "Lowflation"'. IMFdirect, 4 March 2014. <http://blog-imfdirect.imf.org/20.14/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>.
- Morgenson, Gretchen and Joshua Rosner. *Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed and Corruption Led to Economic Armageddon* (New York: Times Books, 2011).
- Morris, Charles R. *The Two Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers and the Great Credit Crash* (Philadelphia: Public Affairs, 2008).
- Mosler, Warren. *Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy* (Valance, 2010).
- Munchau, Wolfgang. 'Germany's Constitutional Court has Strengthened the Euro-sceptics', *Financial Times*, 9 February 2014. <http://www.ft.com/cms/s/0/8a64e3ac-8f25-11e3-be85-00144feab7de.html>.
- Nakamoto, Michiyo and David Wighton. 'Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-Outs', *Financial Times*, 9 July 2009. <http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html>.
- National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. *Financial Crisis Inquiry Report*, January 2011. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.
- Nouy, Danièle. 'Is Sovereign Risk Properly Addressed by Financial Regulation?', Banque de France, *Financial Stability Review*, no. 16 (April 2012). http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2012/rsf-avril-2012/FSR16-article-09.pdf.
- Oakley, David, Mary Watkins and Kerin Hope 'Greece Launches Debt Swap Offer', *Financial Times*, 24 February 2012. www.ft.com.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *Divided We Stand: Why Inequality Keeps Rising* (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2011).
- Organisation for Economic Co-operation and Development. *Economic Outlook*, various issues (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2013).
- O'Rourke, Kevin H. and Alan M. Taylor. 'Cross of Euros', *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, No. 3 (Summer 2013), p. 167–92.
- Paletta, Damian. 'Inching Toward World-Wide Accord on Bank Rules', *The Wall Street Journal* 30 August 2010. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703418004575455822415872894..>
- Parliamentary Commission on Banking Standards. *Changing Banking for Good: Volume 1. Summary, and Conclusions and Recommendations*, 12 June 2013. <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/joint-select/professional-standards-in-the-banking-industry/news/changing-banking-for-good-report>.
- Paulson, Hank. *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* (New York and London: Business Plus and Headline, 2010).
- Perotti, Enrico. 'A Blueprint for Macroprudential Policy in the Banking Union', 16 December 2012. <http://www.voxeu.org/article/blueprint-macroprudential-policy-banking-union>.
- Perotti, Roberto. 'Rethinking Macro Policy II', International Monetary Fund, 16–17 April 2013. <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/pdf/rp.pdf>.
- Pettis, Michael. *Avoiding the Fall: China's Economic Restructuring* (Washington DC: Carnegie Endowment for International Peace, 2013).
- Pettis, Michael. *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road ahead for the World Economy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013).

- Pierce, Andrew. 'The Queen Asks Why No One Saw the Credit Crunch Coming', *The Daily Telegraph*, 5 November 2008. <http://www.telegraph.co.uk/news/uk-news/theroyalfamily/3386353/The-Queen-asks-why-no-one-saw-the-credit-crunch-coming.html>.
- Piketty, Thomas. *Capital in the Twenty-First Century*, trans. Arthur Goldhammer (Cambridge, MA, and London: Harvard University Press, 2014).
- Portes, Jonathan. 'Recessions and Recoveries: An Historical Perspective', (updated to 7 August 2012). <http://notthetresuryview.blogspot.it/2012/04/recessions-and-recoveries-historical.html>.
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft and Hayley Boesky. 'Shadow Banking', Staff Report No. 458, July 2010, revised February 2012. http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr458.html.
- Rajan, Raghuram. 'Has Financial Development Made the World Riskier?', August 2005. <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf>.
- Rajan, Raghuram. 'Bankers' Pay is Deeply Flawed', *Financial Times*, 9 January 2008.
- Rajan, Raghuram. *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2010).
- Rajan, Raghuram. 'A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy after the Crisis', Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlement, 23 June 2013. <http://www.bis.org/events/agm2013/sp130623.pdf>.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2009).
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff. 'Growth in a Time of Debt', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15639, January 2010. www.nber.org.
- Report of the Parliamentary Commission on Banking Standards. *Changing Banking for Good: Volume 1. Summary, and Conclusions and Recommendations*, 12 June 2013. <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/joint-select/professional-standards-in-the-banking-industry/news/changing-banking-for-good-report>.
- Robertson, James. *Future Money: Breakdown or Breakthrough?* (Devon: Green Books, 2012).
- Rogoff, Kenneth. 'Globalization and Global Deflation'. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City conference on 'Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy', Jackson Hole, WY, 29 August 2003. <https://www.imf.org/external/np/speeches/2003/082903.htm>.
- Roubini, Nouriel and Stephen Mihm. *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance* (London: Penguin, 2011).
- Rusli, Evelyn. 'The Universal Appeal of BofA', *Forbes.com*, 15 September 2003 <http://archive.is/w503>.
- Rutte, Mark and Jan Kees de Jager. 'Expulsion from the Eurozone Has to Be the Final Penalty', *Financial Times* 8 September 2011. www.ft.com.
- Ryan-Collins, Josh, Tony Greenham, Richard Werner and Andrew Jackson. *Where Does Money Come From?* (London: New Economics Foundation, 2011).
- Sachs, Jeffrey D. *The Price of Civilization: Reawakening American Virtue and Prosperity* (New York: Random House, 2011).
- Saez, Emmanuel and Thomas Piketty. 'Why the 1% should Pay Tax at 80%', 24 October 2013. <http://www.theguardian.com/commentisfree/2013/oct/24/1percent-pay-tax-rate-80percent>.
- Saigol, Lina and Janie Smyth. 'Ireland Poised to Exit EU Bailout', *Financial Times*, 13 December 2013. www.ft.com Samuelson, Paul. *Economics*, first edition (New York: McGraw-Hill, 1948).

- Sands, Peter. 'In Banking Too Much Simplicity Can Be Dangerous', *Financial Times*, 26 August 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/15ba8044-f46a-11e2-a62e-00144feabdc0.html>.
- Schularick, Moritz. 'Touching the Brakes after the Crash: A Historical View of Reserve Accumulation and Financial Integration', *Global Economy Journal*, vol. 9, no. 4 (2009). http://www.jfki.fu-berlin.de/faculty/economics/team/Ehemalige_Mitarbeiter_innen/schularick/A_Historical_View_of_Reserve_Accumulation_and_Financial_Integration.pdf?1376087666.
- Schularick, Moritz and Alan Taylor. 'Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008', National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 15512. November 2009. www.nber.org.
- Sen, Amartya. 'Austerity is Undermining Europe's Grand Vision', *The Guardian*, 3 July 2010. <http://www.theguardian.com/commentisfree/2012/jul/03/austerity-europe-grand-vision-unity>.
- Sharma, Ruchir. *Breakout Nations: In Pursuit of the Next Economic Miracles* (London: W.W. Norton and Allen Lane, 2012).
- Sheard, Paul. 'Repeat After Me: Banks Cannot and Do Not "Lend Out" Reserves', 13 August 2013. http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_US/Repeat_After_Me_8_14_13.pdf.
- Shiller, Robert. *The Subprime Solution: How Today's Financial Crisis Happened, and What to Do about It* (Princeton: Princeton University Press, 2008).
- Shin, Hyun Song. *Risk and Liquidity*, Clarendon Lectures in Finance (Oxford: Oxford University Press, 2010).
- Shin, Hyun Song. 'The Second Phase of Global Liquidity and its Impact on Emerging Economies', 7 November 2013. <http://www.frbsf.org/economic-research/events/2013/november/asia-economic-policy-conference/program/files/The-Second-Phase-of-Global-Liquidity-and-Its-Impact-on-Emerging-Economies.pdf>.
- Siedentop, Larry. *Democracy in Europe* (London: Allen Lane, 2001).
- Singh, Manmohan and Peter Stella. 'Money and Collateral', WP/12/95, International Monetary Fund, April 2012. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1295.pdf>.
- Sinn, Hans-Werner and Timo Wollmershaeuser. 'Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 17626, November 2011. www.nber.org.
- Skidelsky, Robert. *Keynes: The Return of the Master* (London: Allen Lane, 2009).
- Smith, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Book V, Chapter 3 (1776). <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN22.html#B.V,Ch.3,OfPublicDebts>.
- Smithers, Andrew. *The Road to Recovery: How and Why Economic Policy Must Change* (London: Wiley, 2013).
- Smithers, Andrew and Stephen Wright. 'Stock Markets and Central Bankers—The Economic Consequences of Alan Greenspan', *World Economics*, vol. 3, no. 1 (2002), p. 101–124.
- Sorkin, Andrew Ross. *Too Big to Fail: Inside the Battle to Save Wall Street* (London: Penguin, 2010).
- Soros, George. *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market* (Hoboken: John Wiley, 2003).
- Soros, George. *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What it Means* (New York: PublicAffairs, 2008).
- Sovereign Wealth Fund Institute. 'Sovereign Wealth Fund Rankings'. <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>.

- Stein, Herbert. 'Herb Stein's Unfamiliar Quotations: On Money, Madness, and Making Mistakes', *Slate*, 16 May 1997. www.slate.com.
- Stiglitz, Joseph E. *Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy* (New York: W. W. Norton, 2010).
- Stiglitz, Joseph E. *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers our Future* (New York and London: W. W. Norton, 2012).
- Stock, James H. and Mark W. Watson. 'Has the Business Cycle Changed and Why?', in Mark Gertler and Kenneth Rogoff, eds., *NBER Macroeconomic Annual 20012*, vol. 17 (Cambridge, MA: MIT Press, 2003). <http://www.nber.org/chapters/c11075.pdf>.
- Strupczeswski, Jan and Julien Toyer. 'Eurozone Agrees to Lend Spain up to 100bn Euros', *Reuters*, 10 June 2012. <http://uk.reuters.com/article/2012/06/10/uk-Eurozone-idUKBRE85805E20120610>.
- Summers, Lawrence. Speech at the 14th IMF Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, 18 November 2013. <http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer>.
- Summers, Lawrence. 'Why Stagnation Might Prove to Be the New Normal', 15 December 2013, *Financial Times*. <http://www.ft.com/cms/s/2/87cb15ea-5d1a-11e3-a558-00144feabdc0.html>.
- Summers, Lawrence and Martin Wolf. 'A Conversation on New Economic Thinking', Bretton Woods Conference, Institute for New Economic Thinking, 8 April 2011. <http://ineteconomics.org/video/bretton-woods/larry-summers-and-martin-wolf-new-economic-thinking>.
- Taleb, Nassim Nicholas. *Foiled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and the Markets* (London: Penguin, 2004).
- Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (New York: Random House, 2007).
- Tarullo, Daniel K. 'Statement by Daniel K. Tarullo, Member, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate', Washington DC, 11 July 2013. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/tarullo20130711a.htm>.
- Taylor, Alan M. 'The Great Leveraging', National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18290, August 2012. www.nber.org.
- Taylor, Alan M. 'When is the Time for Austerity?', 20 July 2013. <http://www.voxeu.org/article/when-time-austerity>.
- Taylor, John B. 'The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong', National Bureau of Economic Research Working Paper 14631, January 2009. www.nber.org.
- Taylor, John B. *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis* (Stanford: Hoover Institution Press, 2009).
- Temin, Peter and David Vines. *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix it* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2013).
- Thomson, Christopher. 'Coco Bond "Avalanche" Expected from EU Banks', *Financial Times*, 25 November 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/a169e4f8-55e6-11e3-96f5-00144feabdc0.html>.
- Tobin, James. 'Commercial Banks as Creators of "Money"', Cowles Foundation Paper 205. Reprinted from Dean Carson (ed.), *Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S. Treasury, Richard D. Irwin* (1963). <http://cowles.econ.yale.edu/P/cm/m21/m21-01.pdf>.

- Trichet, Jean-Claude. 'Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and *Libération*, Conducted by Jean Quatremer', European Central Bank, 8 July 2010. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100713.en.html>.
- Turner, Adair. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority, London, March 2009. http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.
- Turner, Adair. 'Financial Risk and Regulation: Do We Need More Europe or Less?', Financial Services Authority, London, 27 April 2012. <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2012/0427-at.shtml>.
- Turner, Adair. 'Monetary and Financial Stability: Lessons from the Crisis and from Classic Economics Texts', Financial Services Authority, London, 2 November 2012. <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/1102-at.pdf>.
- Turner, Adair. *Economics After the Crisis: Ends and Means* (Cambridge, MA, and London: MIT Press, 2012).
- Turner, Adair. 'Debt, Money and Mephistopheles: How Do we Get out of this Mess?', Cass Business School, 6 February 2013. <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0206-at.pdf>.
- Turner, Adair. 'Escaping the Debt Addiction: Monetary and Macro-Prudential Policy in the Post-Crisis World', 10 February 2014. <http://ineteconomics.org/sites/inet.civicaactions.net/files/Frankfurt%20Escaping%20the%20debt%20addiction%2010%20FEB.pdf>.
- Turner, Adair et al. *The Future of Finance: The LSE Report* (London: London School of Economics and Political Science, 2010). <http://harr123et.files.wordpress.com/2010/07/futureoffinance5.pdf>.
- United Nations Conference on the World Financial and Economic Crisis and its Impact upon Development. Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System, 24–26 June 2009, New York. <http://www.un.org/ga/president/63/interactive/financialcrisis/PreliminaryReport210509.pdf>.
- Urry, Maggie. 'Government to Push Lloyds-HBOS Deal Through', *Financial Times*, 18 September 2008.
- Volcker, Paul. 'Remarks by Paul A. Volcker at a Luncheon of the Economic Club of New York', 8 April 2012. <http://blogs.denverpost.com/lewis/files/2008/04/volckernyeconclubspeech04-08-2008.pdf>.
- Wagstyl, Stefan and Claire Jones. 'German Court Refers ECB Bond-Buying Programme to European Justice', 7 February 2014. <http://www.ft.com/cms/s/0/3feab440-8fd5-11e3-acc9-00144feab7de.html>.
- Warwick Commission on International Financial Reform. 'Macro-Prudential and Micro-Prudential Regulation', ch. 2, *In Praise of Uneven Playing Fields*, 2009, The Report of the Second Warwick Commission, University of Warwick. http://www2.warwick.ac.uk/research/warwickcommission/financialreform/report/chapter_2.pdf.
- Weiler, Jonathan. 'Why the Tea Party is a Fraud', *Huffington Post*, 15 April 2010. http://www.huffingtonpost.com/jonathan-weiler/why-the-tea-party-is-a-fr_b_539550.html.
- Wheatley, Jonathan. 'Brazil's Mantega Sees "International Currency War"', *Financial Times*, 27 September 2010. www.ft.com.
- White, Ben. 'Buoyant Bear Stearns Shrugs Off Subprime Woes', *Financial Times*, 16 March 2007.
- White, William. 'Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences', September 2012. <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>.

- Williams, John. 'A Defense of Moderation in Monetary Policy', Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2013-15. <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp2013-15.pdf>.
- Williamson, John. 'Getting Surplus Countries to Adjust', Policy Brief PB11-01, January 2011, Peterson Institute for International Economics. <http://www.iie.com/publications/pb/pb11-01.pdf>.
- Wolf, Martin. 'Federalism before a Fall', *Financial Times*, 3 December 1991.
- Wolf, Martin. *Why Globalization Works* (New Haven and London: Yale University Press, 2004).
- Wolf, Martin. 'Session 3 (Round Table) Financial Globalisation, Growth and Asset Prices', *International Symposium: Globalisation, Inflation and Monetary Policy*, Banque de France, March 2008. http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Economie-et-Statistiques/La_recherche/GB/session3b.pdf.
- Wolf, Martin. 'The Rescue of Bear Stearns Marks Liberalisation's Limit', *Financial Times*, 25 March 2008).
- Wolf, Martin. *Fixing Global Finance* (Baltimore and London: Johns Hopkins University Press and Yale University Press, 2008 and 2010).
- Wolf, Martin. 'Why and How should we Regulate Pay in the Financial Sector?', in Adair Turner et al., *The Future of Finance: The LSE Report* (London: London School of Economics and Political Science, 2010).
- Wolf, Martin. 'Be Bold, Mario, Put Out that Fire', *Financial Times*, 25 October 2011. <http://www.ft.com/cms/s/0/bd60ab78-fe6e-11e0-bac4-00144feabdco.html>.
- Wolf, Martin. 'Mind the Gap: Perils of Forecasting Output', *Financial Times*, 9 December 2011. Wolf, Martin. 'A Permanent Precedent', *Financial Times*, 17 May 2012. <http://www.ft.com/cms/s/0/614df5de-gffe-11e1-94ba-00144feabdco.html>.
- Wolf, Martin. 'The Role of Fiscal Deficits in Deleveraging', 25 July 2012. <http://blogs.ft.com/martin-wolf-exchange/2012/07/25/getting-out-of-debt-by-adding-debt>.
- Wolf, Martin. 'Afterword: How the Financial Crises Have Changed the World', in Robert C. Feenstra and Alan M. Taylor, eds., *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty-First Century* (Chicago: University of Chicago Press, 2013).
- Wolf, Martin. 'How the Financial Crisis Changed Our World', Wincott Memorial Lecture, 2013. <http://www.wincott.co.uk/lectures/2013.html>.
- Wolf, Martin. 'Lessons from the Global Financial Crisis', *Insight: Melbourne Business and Economics*, vol. 13 (April 2013).
- Wolf, Martin. 'Why the Baltic States are No Model', *Financial Times*, 30 April 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/090bd38e-boc7-11e2-80f9-00144feabdco.html>.
- Wolf, Martin. 'The German Model is Not for Export', *Financial Times*, 7 May 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/aacd1bec-b637-11e2-93ba-00144feabdco.html>.
- Wolf, Martin. 'The Toxic Legacy of the Greek Crisis', *Financial Times*, 18 June 2013. <http://www.ft.com/cms/s/0/b31dd248-d785-11e2-a26a-00144feab7de.html>.
- Wolf, Martin. 'How Austerity Has Failed', *New York Review of Books*, 11 July 2013. <http://www.nybooks.com/articles/archives/2013/jul/11/how-austerity-has-failed>.
- Wolf, Martin. 'Failing Elites Threaten our Future', *Financial Times*, 14 January 2014. <http://www.ft.com/cms/s/0/cfc1eb1c-76d8-11e3-807c-00144feabdco.html>.
- Wong, Simon. 'Some Banks' Pay Reform may Show the Way', *Financial Times*, 13 March 2011. <http://www.ft.com/cms/s/0/578024fa-4c21-11e0-82df-00144feab49a.html>.
- Woodford, Michael. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* (Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2003).

- Wray, L. Randall. *Modern Monetary Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* (London: Palgrave Macmillan, 2012).
- Wren-Lewis, Simon. 'The Two Arguments Why the Zero Lower Bound Matters', *Mainly Macro*, 12 July 2013. <http://mainlymacro.blogspot.it/2013/07/the-two-arguments-why-zero-lower-bound.html>.
- Zarlenga, Stephen A. *The Lost Science of Money: The Mythology of Money — the Story of Power* (New York: American Monetary Institute, 2002).

Научное издание

МАРТИН ВУЛФ

СДВИГИ И ШОКИ

**Чему нас научил и еще должен научить
финансовый кризис**

Главный редактор издательства Валерий Анашвили

Научный редактор издательства Артем Смирнов

Выпускающий редактор Елена Попова

Корректор Юлия Бандурина

Дизайн обложки Ирина Драгунская

Верстка Ярослав Агеев

Издательство Института Гайдара

125009, Москва, Газетный пер., д. 3-5, стр. 1



Подписано в печать 24.08.2016.

Тираж 2000 экз. Формат 70×100/16. Заказ 4183

Отпечатано в филиале «Чеховский Печатный Двор»

АО «Первая Образцовая типография»

142300, Московская обл., г. Чехов,

ул. Полиграфистов, 1

www.chpd.ru. Тел. 8(499) 270-73-59



Мартин Вулф – ведущий экономический обозреватель газеты *Financial Times*.

В 2000 г. ему было присвоено звание Командора ордена Британской империи за “заслуги в области финансовой журналистики”. Вулф – почетный член Наффилд-колледжа и Колледжа Корпус-Кристи Оксфордского университета, почетный член Оксфордского института экономической политики (Охонпа) и почетный профессор Ноттингемского университета;

постоянный участник Всемирного экономического форума в Давосе с 1999 г.; в 2010-2011 гг. – член независимой комиссии британского правительства по банковскому делу.



Мартин Вулф превзошел самого себя. Ведущий экономический обозреватель *Financial Times* написал книгу, не только объясняющую то прискорбное состояние, в котором мы находимся с 2008 года, но и, как это ни печально, анализирующую причины того, почему ситуация, скорее всего, не улучшится. “Сдвиги и шоки” – одна из первых книг, указывающих на отсутствие явных признаков восстановления, и она задает высокую планку для тех, что еще появятся... Вулф, возможно, написал книгу, которой удастся вывести нас из ступора.

Джозеф Стиглиц, лауреат Нобелевской премии по экономике 2001 г.

В “Сдвигах и шоках” Мартин Вулф предлагает пронизательный и своевременный анализ того, как глобальные дисбалансы, международные потоки капитала и экономическая политика способствовали созданию хрупкого в финансовом отношении мира.

Бен Бернанке, глава Федеральной резервной системы США в 2006-2014 гг.

Мастерское объяснение финансового кризиса в международном разрезе.

Мервин Кинг, глава Банка Англии в 2003-2013 гг.