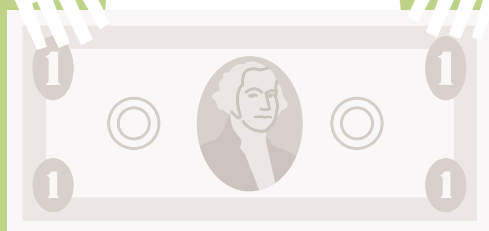


Чарльз Уилан

# Голые деньги



Откровенная  
книга  
о финансовой  
системе



## **Эту книгу хорошо дополняют:**

**Как устроена экономика**

Ха-Джун Чанг

**Голая статистика**

Чарльз Уилан

**Голая экономика**

Чарльз Уилан

**Экономика всего**

Александр Аузан

**Теория игр**

Авинаш Диксит, Барри Нейлбафф

Charles Wheelan

# **Naked Money:**

**A Revealing Look at Our  
Financial System**

W. W. Norton & Company

Чарльз Уилан

# Голые деньги

**Откровенная книга  
о финансовой системе**

Перевод с английского Оксаны Медведь

Москва  
«Манн, Иванов и Фербер»  
2019

УДК 330.01

ББК 65.01

УЗ6

*Издано с разрешения Charles Wheelan c/o Janklow & Nesbit Associates u P.& R Permissions  
& Rights Ltd. working in cooperation with PRAVA I PREVODI  
На русском языке публикуется впервые*

Книга рекомендована к изданию Еленой Катасоновой и Максимом Васенковым

### **Уилан, Чарльз**

УЗ6 Голые деньги. Откровенная книга о финансовой системе / Чарльз Уилан ; пер. с англ. О. Медведь. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2019. — 384 с.

ISBN 978-5-00100-988-7

Это книга о деньгах — о том, как бумага, лежащая в вашем кошельке, приобрела большую ценность и как довольно странное соглашение, обусловившее обмен этих, казалось бы, бесполезных бумажек на реальные товары, стало фундаментальной концепцией современной экономики.

Эта книга будет полезна широкому кругу читателей, интересующихся экономикой.

УДК 330.01

ББК 65.01

*Все права защищены. Никакая часть настоящего издания ни в каких целях не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, будь то электронные или механические, включая фотокопирование и запись на магнитный носитель, если на это нет письменного разрешения издателя.*

ISBN 978-5-00100-988-7

© Charles Wheelan, 2016

© Перевод на русский язык, издание на русском языке, оформление. ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2019

# Оглавление

ВВЕДЕНИЕ .....	11
----------------	----

## Часть I

### Что такое деньги

ГЛАВА 1 .....	21
Природа денег	
ГЛАВА 2 .....	38
Инфляция и дефляция	
ГЛАВА 3 .....	60
Наука, искусство, политика и психология цен	
ГЛАВА 4 .....	82
Кредитование и кризисы	
ГЛАВА 5 .....	105
Центральный банк и его деятельность	
ГЛАВА 6 .....	133
Обменные курсы национальных валют и глобальная финансовая система	
ГЛАВА 7 .....	165
Золото	

## **Часть II**

### **Почему важны деньги**

ГЛАВА 8 .....	187
Краткий курс истории денежного обращения США	
ГЛАВА 9 .....	215
Кризисы 1929 и 2008 годов	
ГЛАВА 10 .....	247
Япония	
ГЛАВА 11 .....	267
Евро	
ГЛАВА 12 .....	288
США и Китай	
ГЛАВА 13 .....	307
Будущее денег	
ГЛАВА 14 .....	328
Как улучшить деятельность центральных банков	
ПРИМЕЧАНИЯ .....	355
ОТ АВТОРА .....	381



*Посвящается Си Джею*



# Введение

Вытащите из кошелька двадцатидолларовую купюру и рассмотрите ее внимательно. Занятная бумаженция — прочная, с высоким содержанием клетчатки, добавленной для того, чтобы выдерживать даже стирку, — но все равно это просто бумага. И гравировка превосходная, но до шедевра изобразительного искусства не дотягивает. И самое важное — абсолютно ничто в этой купюре не обещает вам, что вы что-нибудь за нее получите. Вы не получите ни золота, ни серебра — ничего. Этот клочок бумаги напрочь лишен внутренней стоимости. Если вы отнесете его в офис Федеральной резервной системы США (ФРС), организации, ответственной за эмиссию американской валюты, которая печатается Казначейством США, тамошние чиновники ничего вам не предложат. Некоторые федеральные резервные банки, например Банк Чикаго, открыли милые маленькие музеи, но и там, если вы начнете размахивать в холле двадцатидолларовой (или даже стодолларовой) купюрой, требуя взамен нечто материальное, на вас посмотрят, как на ненормального, и, скорее всего, выведут из помещения.

Так сколько же стоит эта бумажка? Как ни странно, не несколько, а *около двадцати долларов*. И это вовсе не глупое заявление — по крайней мере не такое глупое, как кажется на первый взгляд. Если пойти с двадцаткой в кафе, где продают сэндвичи, можно купить неплохой обед на двоих. В продуктовом магазине вам дадут за нее больше килограмма куриных грудок или бутылку хорошего вина пино нуар. Практически все жители США и многих других стран весьма точно знают стоимость этого клочка бумаги и с огромной радостью подберут двадцать долларов, выпавшие из вашего кармана, чего, понятно, не скажешь о клочках бумаги, которые носит по улицам ветер.

Эта книга — о деньгах, о том, как, казалось бы, бесполезные бумажки, лежащие в вашем кошельке, приобрели такую ценность и как довольно

странное соглашение, обусловившее их обмен на реальные товары, стало фундаментальной концепцией современной экономики. Конечно, при обсуждении этих тем мы рассмотрим еще нечто более странное — то, что сегодня можно выписать чек, провести пальцем по экрану сотового телефона или протянуть продавцу прямоугольный кусочек пластика и вернуться домой с новой мебелью, канцелярскими принадлежностями и даже на новеньком автомобиле.

*Более того, все это можно сделать, используя не свои, а чужие деньги.* Деньги — это не только купюры в вашем бумажнике. Вся наша финансовая система строится вокруг простой, но чрезвычайно эффективной концепции — кредита. Банки и другие организации, выполняющие их функции, выступают в роли посредников, которые сводят кредиторов с заемщиками (естественно, за определенную плату). В этом процессе происходит нечто поистине удивительное: финансовые институты создают кредит, увеличивая тем самым предложение денег. Объясню эту мысль на простом примере.

1. У меня есть 10 000 долларов. У вас нет ничего.
2. Я кладу их на банковский счет, и банк выдает вам кредит в размере 9000 долларов.
3. Пока мои деньги хранятся в банке, я по-прежнему владею 10 000 долларов (и могу выписывать чеки на эту сумму), а у вас теперь появились 9000 долларов.
4. Предложение денег, или денежной массы, которая может быть потрачена прямо сейчас на любые товары и услуги, выросло с 10 000 до 19 000 долларов.

Ничего себе! Вот она, великая сила кредита. Разумеется, то, что вы тратите деньги, которые технически по-прежнему принадлежат мне, служит источником как экономической мощи, так и экономической нестабильности. Хорошая новость заключается в том, что кредитование позволяет студентам учиться в колледжах, семьям — покупать дома, а предпринимателям — открывать новые предприятия. Благодаря банковскому сектору мы можем продуктивно использовать капитал, принадлежащий другим людям.

Но есть и плохая новость: когда с кредитованием что-то не так (как было, например, в 2008 году), это может иметь разрушительные последствия для всей экономики. Проблемы начинаются тогда, когда у меня вдруг возникает потребность забрать свои деньги из банка, а вы не можете мне их отдать, потому что уже потратили на покупку дома, автомобиля или ресторана.

*История финансов — это также история финансовых паник.* Если кредиторы хотят забрать свои деньги, а заемщики не готовы тут же их вернуть, организация — посредник в этой сделке оказывается перед угрозой краха. А когда финансовый институт рискует прогореть, число кредиторов, спешащих забрать свои деньги, растет, что практически гарантирует его скорое банкротство. Именно это мы и наблюдали в 2008 году, на собственном горьком опыте узнав, что, когда люди начинают нервничать, новомодные компоненты финансового сектора с весьма причудливыми названиями (рынок обратного выкупа, рынок коммерческих бумаг и прочие) уязвимы ничуть не меньше традиционных банков времен Великой депрессии.

Когда система стабильно и эффективно функционирует, деньги и кредиты «смазывают» ее и расширяют рамки человеческой изобретательности. Когда же система дает сбой, как в 2008 году, финансовое здание взрывается, нанося людям порой невосполнимый ущерб. Книга рассказывает и об этом.

Основную ответственность за управление всем вышеперечисленным несет центральный банк страны, будь то ФРС, Банк Англии или Европейский центральный банк (ЕЦБ). Центральные банки должны поддерживать стоимость национальной валюты и обеспечивать стабильность финансовой системы. (Федеральная резервная система к тому же обязана содействовать обеспечению полной занятости населения в стране.) Все эти организации наделены огромными полномочиями, в том числе исключительным правом эмитировать новые деньги.

Конечно же, ФРС может просто выпускать новые деньги. И разумеется, этим правом нужно пользоваться с огромной осторожностью и рассудительностью. После кризиса 2008 года руководители центральных банков считаются особо важными персонами. Сегодня рядовые американцы скорее назовут вам фамилии недавних глав ФРС (Йеллен, Бернанке, Гринспен и Волкер), нежели последних четырех главных судей Верховного суда (Робертс, Ренквист, Бергер и Уоррен). А еще с момента финансового кризиса 2008 года в США непрерывно ведутся острее политические дебаты по поводу того, делает ФРС для восстановления американской экономики слишком мало или, наоборот, слишком часто вмешивается в ее дела. Безусловно, низкие процентные ставки помогают многим американцам вернуть рабочие места и повысить заработную плату остальным гражданам страны. Тем не менее низкие ставки невыгодны вкладчикам и способны привести к инфляции в случае,

если будут таковыми достаточно долго. Во время президентских выборов 2012 года кандидат от республиканцев Рик Перри назвал агрессивную реакцию главы ФРС Бена Бернанке на финансовый кризис «предательством». Сразу скажу, что это было абсурдное и совершенно неуместное заявление, хотя оно наглядно демонстрирует, что представляет собой политика.

В подобной резкости, кстати, ничего нового нет. Возможно, вы помните из курса истории Уильяма Дженнингса Брайана и его знаменитую «Речь о золотом кресте», произнесенную в 1896 году на Национальном съезде Демократической партии. Федеральная резервная система тогда еще не существовала, но Брайан утверждал, что высокие процентные ставки наказывают обремененных долгами американских фермеров и что решением проблемы является увеличение денежной массы — в частности, денег, обеспечиваемых не только золотом, но и серебром.

Однако, в отличие от Уильяма Брайана, Рик Перри утверждал, что новых денег должно быть меньше, а не больше. Я вообще сомневаюсь, что эти двое понравились бы друг другу. В этой книге мы шире раскроем эту тему и объясним, чем именно занимается ФРС, как она это делает и почему ее деятельность важна.

Следует отметить, что не только в Америке постоянно ведутся споры из-за денег. В других странах также ходят в обращении небольшие клочки бумаги, которые можно использовать для приобретения всевозможных товаров и услуг. И деньги там тоже вызывают жесткие политические баталии. По другую сторону Атлантики немцы и греки уже много лет грызутся из-за финансовых проблем, словно пожилая пара, угодившая когда-то в ловушку брака без любви. В свое время эти две страны вместе с семнадцатью другими членами Европейского союза (и несколькими государствами, не входящими в ЕС) перешли на единую валюту — евро. Случилось это почти двадцать лет назад. На евро возлагались большие надежды, в частности ожидалось, что единая валюта объединит народы континента и политически, и экономически. Время и опыт существенно поубавили пыл, вызванный этим грандиозным экспериментом. После перехода на евро у ряда наименее производительных экономик континента — Греции, а также Италии, Испании и Португалии — начались серьезные трудности. К примеру, они лишились части самых важных макроэкономических инструментов, которые есть у стран, где ходит собственная национальная валюта, а не те же деньги, что и в такой экономической супердержаве, как Германия, — словом, они

лишились возможности самостоятельно устанавливать процентные ставки и управлять стоимостью валюты. В итоге будущее евро все еще под большим вопросом. В данной книге мы поговорим и об этом.

А на противоположном берегу Тихого океана правительство Китая управляет своей валютой, юанем, точно так же, как и всеми остальными составляющими национальной экономики, с изрядной долей государственно-го контроля. Вот уже больше десятилетия многие наблюдатели — от членов Конгресса до высших чинов Международного валютного фонда — обвиняют китайское правительство в преднамеренном занижении стоимости юаня. Цель такой политики — сделать китайские товары дешевле в США и других странах, тем самым способствуя китайскому экспорту и поддерживая высокую занятость населения страны. Когда летом 2015 года Пекин в ответ на резкое ухудшение ситуации на китайском фондовом рынке снизил стоимость юаня на 2%, американские политики от обеих политических партий заклеили это решение, назвав недобросовестной практикой торговли и «очередным доказательством того, что в валютной политике Китаю доверять нельзя» [1].

Надо признать, в данной ситуации есть пара странностей. Во-первых, наши законодатели осуждают Китай за то, что он продает нам товары дешевле, чем должен. Согласитесь, довольно необычная жалоба для капиталистической страны. Во-вторых, как быть со следующим парадоксом:

- когда страны вводят единую валюту (скажем, евро), начинаются определенные проблемы и трения;
- когда в странах ходят собственные национальные валюты (как, например, доллар и юань), некоторые трения тоже имеют место?

Эта книга о валютах, их обменных курсах и проблемах, возникающих как в случае использования странами разных бумажных денег, так и при попытке использовать одну и ту же валюту.

Впрочем, если копнуть глубже, все покажется еще более парадоксальным. Достаточно, например, сказать, что нынешний премьер-министр Японии Синдзо Абэ был избран и переизбран благодаря обещаниям запустить в стране инфляционные процессы. Да, вам не показалось: вы все правильно прочли. После более чем двадцати лет снижения цен (дефляции) и экономических проблем лидер Японии пообещал положить конец дефляции, назвав этот

способ одним из самых действенных инструментов восстановления здоровья национальной экономики. Любому человеку, пережившему инфляцию в Америке в 1970-е или хотя бы читавшему о тех трудных временах, обещание ответственного правительства повысить инфляцию — как и тот факт, что его сильно корили за невыполнение данного обещания! — покажется по меньшей мере странным. Эта книга расскажет вам об инфляции, дефляции и многих других интересных процессах, происходивших в Японии в последние двадцать лет.

Но вернемся к США. Сегодня, когда конгрессмены не критикуют Китай за слишком дешевую продажу товаров, они придумывают новые правила для банков и других финансовых институтов в ответ на финансовый кризис 2008 года. Народ до сих пор злят антикризисные меры (операции по спасению от банкротства) — всеобъемлющий термин, которым обозначают реакцию государства на кризис в экономике. На многих из этих мер правительство заработало, но эта деталь почему-то не успокаивает избирателей, вполне обоснованно недовольных использованием денег налогоплательщиков на исправление ошибок безрассудных кредиторов и заемщиков. Пока вопрос, сделали ли наши законодатели финансовую систему более безопасной или же, напротив, заложили фундамент для очередной финансовой паники, остается открытым. И многие умные люди всерьез обеспокоены высокой вероятностью второго варианта.

Эта книга о финансовых кризисах, в том числе 1929 и 2008 годов. (Сразу отмечу: я утверждаю, что во второй раз мы сделали много шагов, позволивших предотвратить еще одну Великую депрессию.)

Должен сказать, что в последнее время одно из самых интригующих событий в кредитно-денежной сфере разворачивалось в интернете, причем практически без контроля со стороны Конгресса или другого государственного органа. Я имею в виду создание криптовалют, таких как биткоины. Казалось бы, ничего более странного, чем бумажные деньги, выпущенные государством без внутренней стоимости, быть не может, и тут появляются деньги, существующие *и без бумаги, и без государства!* Биткоины майнятся, то есть добываются, компьютерными пользователями, которые решают сложные математические задачи и вознаграждаются за это цифровой валютой. Примечательно, что на эти деньги можно купить реальные товары и услуги. Биткоин и сегодня не до конца понятен; специальная компьютерная программа была написана неким таинственным мужчиной (или женщиной),



или группой программистов, работающих под псевдонимом), который до сих пор не заявил о своих правах как создатель новой валюты. В этой книге я попытаюсь объяснить смысл биткойна — в той мере, в какой у него вообще есть смысл.

Что же объединяет все эти описанные мной явления? Деньги. Или, в более широком смысле, деньги, банковское дело и деятельность центрального банка — три взаимосвязанные концепции, лежащие в основе современной экономики. Деньги — это инструмент, используемый людьми для проведения сделок, как мешки соли во времена Древнего Рима, упаковки консервированной скумбрии в современной американской тюрьме, биткойны для приобретения запрещенных наркотиков или оружия в интернете. И конечно же, доллары, евро, иены и прочие национальные валюты для покупки практически всего остального.

Сразу уточню: моя книга о *деньгах*, а не о *богатстве*. Это вовсе не одно и то же. Уоррен Баффетт гораздо богаче меня, а вот денег у него может быть больше или меньше. Деньгами, как правило, называют активы, которые можно использовать для совершения тех или иных покупок. Наличные — это деньги. Как и депозиты на текущих и других банковских счетах, предполагающих право выписки чеков, потому что вы можете пользоваться ими для приобретения товаров или услуг *прямо сейчас*. А вот навороченный автомобиль и огромный дом «деньгами» не считаются, так как оба весьма дорогостоящи и, следовательно, являются источниками богатства, но нечасто применяются для осуществления торговых операций.

Старинные испанские золотые монеты, хранящиеся у вас в сейфе, возможно, некогда и были деньгами, но не в настоящее время. Даже акции и облигации — это не деньги, а активы, продающиеся за деньги, за которые затем можно покупать вещи. Таким образом, все деньги — богатство, но не все богатство — деньги. Вот почему я могу смело утверждать, что у Уоррена Баффетта, возможно, не больше денег, чем у меня. Конечно, он владеет миллиардами в акциях и облигациях, да еще собственным самолетом и, кажется, парой-тройкой отелей. Но больше ли у него денег в бумажнике и на текущем счете, чем у меня? Может, да, а может, нет.

В связи со сказанным сейчас самое время четко разграничить понятия «валюта» и «деньги». Технически к валюте относят бумажные банкноты и монеты, имеющие хождение в стране: доллары в вашем кошельке, монеты на вашем

туалетном столике и прочее. А деньги — более широкое понятие, включающее в себя не только валюту, но и другие активы, которые можно использовать для совершения покупок или быстро конвертировать в валюту — например, чековые вклады. Так что любая валюта — деньги, но не любые деньги — валюта.

Тем не менее национальной валютой, такой как японская иена или китайский юань, как правило, называют *все деньги нации*, а не только купюры и монеты. Приходится признать, что язык в этом отношении развивался несколько небрежно, что привело к размытости термина, но контекст обычно проясняет вкладываемый говорящим смысл.

И наконец, «наличные» часто являются синонимом валюты, хотя и не всегда. Когда мы говорим, что наркоторговцы проводят сделки с использованием наличных, мы действительно имеем в виду пачки купюр. Но когда газета сообщает, что инвесторы продали акции за наличные деньги, это вовсе не означает, что в итоге они ушли с чемоданами, набитыми стодолларовыми купюрами. Напротив, суть в том, что они становятся держателями существенных ликвидных активов, таких как средства на текущих и сберегательных счетах. Термин «ликвидность» будет встречаться на протяжении всей книги. Это показатель того, насколько быстро актив может быть конвертирован в наличные деньги по определенной предсказуемой цене. Таким образом, казначейские облигации считаются высоколиквидными, а картины Винсента Ван Гога — нет.

Впрочем, терминология не должна мешать восприятию общей картины. Деньги и банковское дело (в широком смысле) — это то, что заставляет функционировать современную экономику. Они лежат в основе всех заключаемых нами важных сделок. А центральные банки, в свою очередь, заставляют работать деньги и другие банки.

Когда система функционирует как следует, никто не обращает на нее особого внимания. Мы обычно не тратим время на рассмотрение двадцаток в своих кошельках. Для нас это просто бумажки с портретом Эндрю Джексона, которые, тем не менее, почти чудесным способом расширяют права и возможности современной экономики. И когда система дает сбой — то есть деньги становятся «плохими», — может произойти катастрофа. Очевидно, что любой здравомыслящий человек предпочтет первый сценарий второму. Эта книга рассказывает о том, почему так трудно проводить кредитно-денежную политику и почему она так много значит в нашей жизни.

*Часть I*

**ЧТО ТАКОЕ ДЕНЬГИ**



Каково предназначение этих маленьких металлических кружков или бумажек, которые сами по себе вроде бы не служат никакой полезной цели, тем не менее постоянно переходят из рук в руки в обмен на самые нужные и полезные товары. Да что там, за которые любой человек готов отдать продукты своего производства [1].

*Карл Менгер, основатель Австрийской  
экономической школы, 1892 год*

В 2009 году Северная Корея сделала нечто необычное даже по северокорейским меркам. Страна выпустила новые деньги, убрав с банкнот два нуля, теперь один вон (валюта Северной Кореи) новых денег становился эквивалентом ста вон по прежнему курсу [2]. В сущности, это не новый прием: в прошлом разные страны эмитировали новые деньги с меньшим количеством нулей, используя такой подход как инструмент борьбы с инфляцией. А Бразилия в 1994 году вообще ввела новые деньги — реал, который заменил донельзя ослабленный инфляцией крузейро. Правительство страны объявило, что каждый новый реал будет стоить 2750 крузейро.

Если старые деньги свободно обмениваются на новые, потребителям от этого ни холодно ни жарко. Представьте, например, что в США нет бумажных купюр и все цены указываются в центах. И вот однажды правительство объявляет, что монеты больше не принимаются в качестве законного платежного средства, и предлагает обменять каждые сто центов на новые деньги, доллар, после чего все цены будут установлены в долларах. Продукт по цене двести теперь будет стоить два. С точки зрения покупательной способности это ровным счетом ничего не меняет. Люди, имеющие много центов, просто стали бы владельцами множества долларов. Конвертировать

банковские счета было бы еще проще: каждый счет уменьшился бы на два порядка. Казалось бы, цены снизились (отсюда и статус этой меры как инструмента борьбы с инфляцией), но с точки зрения накопленного богатства богатые люди по-прежнему оставались бы богатыми, а бедные бедными, но только не в центах, а в долларах.

Любой человек старше шести лет знает, что пять долларов ничем не отличаются от пятисот центов. Да что там, даже детей помладше можно обмануть не больше пары раз. Просто после такого обмена денег нам не пришлось бы носить в карманах кучу монет. Магазины перестали бы принимать центы, но если бы вы случайно нашли у себя под диванными подушками триста центов, то всегда могли бы отнести их в банк и обменять на доллары. Скажем, бразильцам для обмена старых крузейро на новые реалы дали почти год. А в некоторых европейских странах, таких как Германия, правительство намерено бессрочно обменивать старые монеты и банкноты (немецкую марку) на евро. И страна делает это, хоть и перешла с марки на евро более пятнадцати лет назад.

Но Северная Корея — это вам не другие страны. При проведении денежной реформы правительство объявило, что на новые деньги можно обменять только ограниченное количество старых — около 690 долларов по официальному обменному курсу (всего 35 долларов по курсу черного рынка)\*. Понятно, что в такой ситуации любой обладатель больших сумм в старой валюте непременно потеряет значительную часть накопленного богатства. Именно это и произошло в Северной Корее. Правительство страны все больше раздражала бурная деятельность воротил черного рынка, буквально сидевших на мешках с наличными, за пределами официальной, нормированной национальной экономики. И вот, одним росчерком властного пера (или каким-то иным способом, которым Верховный лидер Кореи обнарудует

---

\* Официальный обменный курс далеко не всегда отражает реальную рыночную стоимость национальной валюты, особенно в таких странах, как Северная Корея. Поскольку северокорейский вон за пределами страны фактически ничего не стоит, остальная часть мира не стремится накапливать эту валюту. В результате каждый, кто хочет обменять ее на более полезную международную валюту, например доллары или китайские юани, быстро понимает, что вон стоит гораздо меньше по сравнению с оценкой правительства страны. Скажем, к концу 2013 года по официальному обменному курсу один доллар обменивался на 96 вон, а по курсу черного рынка, по которому менялы добровольно обменивают доллары на воны, — на 8 тысяч вон. James Pearson, Black Market Gets Some Respect in North Korea, New York Times, November 4, 2013.

свои решения) правительство конфисковало львиную долю этого незаконно накопленного богатства.

Многие рядовые жители Северной Кореи, стараясь избежать голода зимой и весной, тоже делали запасы наличных. Сразу после объявления денежной реформы в редких новостях, просачивавшихся из Северной Кореи, говорилось о «хаосе на рынках и железнодорожных станциях», потому что все дружно устремились домой, чтобы успеть обменять старые деньги на новые [3]. На это людям отвели всего сутки. Один перебежчик рассказывал автору *The New Yorker* Барбаре Демик: «За один день мы лишились всех своих сбережений. Шокированных людей массово доставляли в больницу» [4].

Правительство Северной Кореи взяло деньги, имевшие определенную стоимость, и сделало их совершенно бесполезными. Довольно странное приращение властных полномочий.

Еще более странно этот акт выглядит на фоне событий, происходивших в то время в США. В ответ на финансовый кризис 2008 года ФРС агрессивно «накачивала ликвидностью» финансовую систему. Понятие ликвидности мы подробнее рассмотрим чуть позже. Сейчас же скажу, что ФРС делала все возможное для понижения процентных ставок. После серьезного спада экономической активности на рынке недвижимости этот шаг обеспечивал переживавшим трудные времена банкам, компаниям и потребителям более легкий доступ к кредитам. И вот тут мы сталкиваемся со странностью почти северокорейского масштаба: ФРС достигла этой цели за счет создания новых денег. Иными словами, взяла их практически из ниоткуда. В здании Федерального резервного банка Нью-Йорка есть комната без окон, в которой трейдеры в буквальном смысле слова создали новые электронные деньги и использовали их для покупки финансовых активов на миллиарды долларов. В результате этих усилий в период с января 2008 года по январь 2014-го ФРС влила в американскую экономику примерно три триллиона долларов новых денег [5].

Причем в один момент этих денег просто не существовало, а уже через минуту трейдер, действовавший от имени ФРС, приобретал облигации, принадлежавшие различным частным финансовым институтам, оплатив их путем передачи электронных средств на счета фирм-продавцов. Новые деньги. Деньги, которых и в помине не было всего несколько секунд назад. *Щелк.* Именно с таким звуком человек, сидящий за компьютером в здании

ФРС в Нью-Йорке, создавал миллиард долларов и покупал на него активы Citibank. *Щелк, щелк*. Вот вам еще два миллиарда долларов.

Если Верховный лидер Северной Кореи брал деньги, имевшие определенную стоимость, и полностью обесценивал их, то ФРС поступала наоборот: генерировала деньги из ничего. Ни северокорейский вон, ни доллар США не имеют никакой внутренней стоимости. Вы не можете отнести купюры в выпустивший их государственный институт и потребовать взамен что-нибудь материальное, скажем золото, рис или растительное масло (хотя в США вас по крайней мере не отправят за подобные действия в трудовой лагерь). Северная Корея может уничтожить деньги, а США — создать новые по одной и той же причине: в обеих странах деньги просто бумага, а сегодня это все чаще биты и байты на экране компьютера.

И это подводит нас к третьей странности, происходившей примерно в то же время, когда Северная Корея уничтожала свои деньги, а США создавали новые: американские заключенные начали совершать сделки с использованием упаковок скумбрии. Да-да, рыбы в масле.

В США заключенным не разрешается иметь наличные. Вместо этого у них, как правило, есть счета в тюремной лавке, где можно приобрести товары первой необходимости. При отсутствии денег в их качестве могут выступать продукты, которые продаются в лавке: марки, шоколадные батончики и прочие мелочи. На протяжении всей истории человечества торговля такого рода существенно упрощалась, когда люди заключали неформальное соглашение о единой расчетной единице, как, например, сигареты в лагерях для военнопленных во время Второй мировой войны. В американских тюрьмах после введения в 2004 году федерального запрета на курение золотым стандартом для торговли стали упаковки консервированной скумбрии [6]. (Консервы поставляются в тюрьмы в пластике, а не в жестянках, чтобы заключенные не использовали заточенные банки в качестве холодного оружия.) Их легко переносить, и они долго хранятся. Любопытно, что вне тюремных стен консервированная скумбрия особым спросом не пользуется, даже при наличии скидки в сетях розничной торговли. Но за решеткой эта рыба превосходит в цене тунца, крабов, курицу и устриц — отчасти потому, что в тюремной лавке упаковка скумбрии продается примерно за доллар, так что при ее использовании в роли валюты довольно легко соотнести сделку со сделкой в долларах. В отличие от доллара или вона скумбрия имеет некоторую внутреннюю стоимость: вы всегда можете ее съесть.



По сути, если бы северокорейская или американская экономика работали на скумбрии, ни Верховному лидеру, ни ФРС не удалось бы сделать то, что они сделали. Верховный лидер не выступил бы по телевидению с заявлением, что отныне скумбрия ничего не стоит. Скумбрия и после этого осталась бы скумбрией. Вас, возможно, арестовали бы, если бы вы попытались обменять несколько упаковок рыбы на зимнее пальто, но вы всегда могли держать консервы в подвале и питаться ими в голодные времена (а в Северной Корее они наступают регулярно). Нельзя объявить не имеющим стоимости то, что изначально ее имеет. Правда, авторитарное правительство могло бы попробовать конфисковать у людей всю скумбрию, но это уже другая, гораздо более сложная задача.

Точно так же и ФРС не может мгновенно влить в экономику миллионы упаковок скумбрии, которых раньше не существовало. Никому не под силу, сидя в комнате без окон в здании ФРС, нажать кнопку и набить до отказа Citibank рыбными консервами. *Щелк, щелк, щелк*. Звук тот же, а скумбрии как не было, так и нет.

Почему же у денег столько странностей? Первая и самая важная причина — они не являются синонимом богатства. Дом — это богатство. В нем можно жить или сдавать его в аренду. Мешок риса — тоже богатство. Вы можете его продать, съесть, посадить или сохранить, чтобы позже сделать с ним что-либо из перечисленного. Однако мешок риса, в отличие от дома, относительно единообразный продукт, что обеспечивает его потенциальную ценность как средства обмена. Вы можете принять его в качестве оплаты, даже если не особенно любите рис, точно так же как заключенные, вовсе не фанатеющие от рыбных консервов, всегда готовы рассчитаться ими. Почему? Потому что много других людей обожают рис (или рыбные консервы). Рис ценен отчасти потому, что он имеет ценность для других людей. Это ключевая особенность товаров, которые на протяжении всей истории человечества служили средством обмена в разных культурах: соль, золото, сигареты, дельфины зубы, ожерелья из раковин, шкуры животных.

А теперь давайте немного расширим пример и предположим, что у вас в подвале есть десять 15-килограммовых мешков риса. Вам, конечно, не нравится перспектива таскать их с собой для проведения торговых сделок. Тогда вы изготавливаете десять элегантно оформленных бумажных сертификатов, каждый с вашей подписью и клятвой выкупить его за мешок риса. Один

сертификат вы отдаете своему тренеру по гольфу и объясняете, что он, как и другие владельцы такого сертификата, может в любое время прийти к вам домой и заявить свои права на один мешок риса из вашего подвала. В результате вы создаете бумажные деньги, хотя они и обеспечены конкретным товаром (мешками риса).

А если тренер по гольфу рассчитается вашим рисовым сертификатом с женщиной, выгуливающей его собаку, стало быть, вы создали бумажные деньги, имеющие хождение. Теперь любой владелец такого сертификата, решив, что ему нужен рис, сможет выкупить его у вас. В противном случае мешки с рисом могут лежать в вашем подвале довольно долго, а люди тем временем будут использовать бумажные сертификаты для торговли. В этом и заключается парадокс: до тех пор пока владельцы рисовых сертификатов уверены, что могут в любое время обменять их на рис, большинство не станут торопиться. Однако при малейших сомнениях — как оправданных, так и беспочвенных — в ценности сертификатов у вашей двери соберется толпа их обладателей, которые будут стучать в нее и требовать свой рис. И оказывается, эта потенциально дестабилизирующая особенность присуща не только товарным деньгам, но и финансовой системе в целом. Даже существование самых сложных финансовых систем обусловлено тем, как люди оценивают свои шансы на процветание или провал.

Во-вторых, современные деньги зависят от доверия. Рассмотрим любопытный пример с индийскими рупиями. Согласно правилам Резервного банка Индии любая грязная или рваная банкнота остается законным платежным средством, если на ней можно рассмотреть две цифры серийного номера (в США, кстати, действует то же правило)\*. По закону, если вы принесете в любой индийский банк мятую, грязную или рваную купюру, ее обязаны заменить на другую, хрустящую и красивую. Однако, оказавшись на улицах Мумбаи, вы непременно столкнетесь с нежеланием принимать ваши рваные или потертые рупии, даже если серийные номера четко видны и не повреждены. Ни продавцы в магазинах, ни таксисты, ни уличные торговцы, и, следовательно, никто из тех, кто, как ожидается, ведет с ними бизнес, у вас их не возьмут. Никто не хочет, как дурак, тащиться с грязной купюрой в банк

---

\* Любые деньги, объявленные государством законным платежным средством, должны приниматься в стране в качестве оплаты всех государственных и частных долгов. Двадцать долларов в вашем бумажнике, возможно, не имеют внутренней стоимости, но в США это законное платежное средство.

для обмена. Конечно, если бы все без исключения принимали такие деньги, никому бы не пришлось нести их в банк. В США я не задумываясь возьму порванные, мятые, разрисованные, склеенные доллары, банкноты с написанными на них телефонными номерами и даже доллары с вырезанным портретом Джорджа Вашингтона. Если на купюре, которую мне протягивает продавец в Starbucks, сохранились две цифры серийного номера, я ее возьму — так же, как и любой посетитель кафе (именно поэтому я, собственно, и не подумаю отказываться от грязной бумажки).

Но в Индии все по-другому. Никто не примет у вас рваные рупии, потому что потом их никто не возьмет. Понятно, что, находясь в командировке в Индии, я тоже отказываюсь их принимать, тем самым увековечивая это явление.

Любопытно, что в Сомали в начале 2000-х годов происходило нечто обратное: процветали деньги, не имеющие законной ценности. Для небольших сделок люди выбирали сомалийский шиллинг, который не считался законным платежным средством. (Для крупных сделок, как правило, использовались доллары США.) Из-за затяжной гражданской войны Центральный банк Сомали был закрыт. Предполагалось, что за кредитно-денежную политику отвечает переходное федеральное правительство, но сфера его полномочий, в сущности, ограничивалась пределами столицы страны Могадишо. С правовой точки зрения сомалийский шиллинг на тот момент был примерно таким же законным, как деньги из игры «Монополия». Банкноты, ходившие в обращении, были выпущены два десятилетия назад правительством, которого больше не существовало. Как писал Economist, «использование бумажных денег обычно базируется на вере народа в выпустившее их правительство» [7]. В Сомали на протяжении нескольких десятилетий\* фактически не было никакого правительства, а деньги — не что иное, как простые клочки бумаги, — тем не менее, продолжали вполне успешное хождение. Почему?

Наиболее короткий и вразумительный ответ: люди принимали сомалийские шиллинги, потому что их у них принимали другие. Если же вникнуть в тему немного глубже, то для этого имелось несколько причин. Во-первых, шиллинги были удобны в качестве платежного средства при заключении мелких сделок. Подобно тому как заключенные в американских тюрьмах привыкли устанавливать цены и проводить небольшие операции в упаковках

---

\* Переходное правительство прекратило свое существование в 2012 году; тогда же возобновилась работа Центрального банка Сомали.

сумбрии, сомалийцы привыкли покупать чай и хлеб за шиллинги. Каждый довольно четко представлял, сколько шиллингов должен стоить, скажем, небольшой кусок мыла. Во-вторых, для Сомали характерна мощная система клановых и родственных связей. В отсутствие правительства данная система функционировала как сильный социальный клей, который подкреплял веру людей в шиллинг. Члены этой сети ожидали, что другие ее члены непременно примут у них шиллинги при взаиморасчетах. Как объяснял тогда Economist, «бумажные деньги всегда нуждаются в молчаливом согласии и готовности своих пользователей обменивать купюры на реальные товары. Но в Сомали этот пакт гораздо мощнее: человек, попирающий систему, рискует подорвать доверие как к себе, так и ко всему своему клану» [8].

И наконец, полное отсутствие законного правительства в этом случае играло на руку ценности бумажных денег. Предложение шиллингов было более-менее фиксированным, поскольку не было правительства, которое могло бы увеличить их количество. Напротив, квазифункционирующие правительства, стараясь любым способом удержаться у власти, часто безрассудно эксплуатируют печатный станок. (Возьмите, к примеру, введенный в 1990-х годах белорусский рубль, который больше известен, как зайчик, — отчасти из-за того, что на банкноте изображен заяц, а отчасти из-за потрясающей способности этой валюты к размножению.) Единственным источником роста предложения сомалийских шиллингов во время гражданской войны была деятельность фальшивомонетчиков, но количество высококачественных подделок было ограничено, так как для их изготовления требовались специальные навыки, талант, оборудование и материалы. По этой причине предприятия и даже сомалийские банки иногда принимали высококачественные поддельные банкноты, руководствуясь абсолютно убийственной логикой, которая объяснялась в одном тогдашнем новостном выпуске так: «Оказывается, имитация того, что уже имеет некоторую условную стоимость, тоже чего-то стоит» [9]. Это все равно что банк согласился бы принимать поддельные деньги из игры «Монополия» — и не просто поддельные деньги, а фальшивые поддельные деньги.

Но что же такое подделка в данном контексте? Рваные индийские рупии — настоящие деньги, но вы не можете купить на них и чашку чая. Сомалийские шиллинги — и уж конечно, поддельные сомалийские шиллинги — в условиях отсутствия правительства, способного объявить их законным платежным средством, безусловно, не настоящие деньги, но как раз на них-то чашку

чая вы точно купите. И вот здесь все предельно просто: если вы можете легко и предсказуемо обменять что-либо на товары и услуги, это деньги. Если не можете, это не деньги. Кстати, между этими двумя экстремумами даже существует некий континуум. Например, менялы по всей Африке для новых американских долларов предлагают лучший обменный курс, чем для старых и потрепанных. А стодолларовая банкнота с подписью нынешнего секретаря Казначейства США обменивается по более выгодному курсу, чем сотня, подписанная Джоном Сноу (секретарь Казначейства при администрации Буша) или Робертом Рубиным (администрация Клинтона). За чистые, хрустящие банкноты вам дадут больше, чем за старые, грязные и потертые. Мало того, стодолларовая бумажка ценится выше, чем пять двадцаток [10].

Все это, конечно, совершенно бессмысленно с точки зрения жителей США, но в дифференциации, сложившейся в Африке, есть определенная логика. *Wall Street Journal* объясняет ее так: «Одни менялы и банки боятся, что крупные долларовые банкноты окажутся фальшивками. Другие предпочитают иметь дело с мелкими купюрами. Третьи не хотят рисковать, опасаясь, что потом старые или поврежденные купюры у них никто не возьмет. А некоторым просто не нравится вид потрепанных денег» [11]. И как это обычно бывает с деньгами, нынешнее поведение людей влияет на их дальнейшее поведение. В итоге сотрудники одного международного круизного судна, заходящего в несколько портов в Африке, начали жаловаться своим работодателям, что с ними расплачиваются в основном старыми купюрами — слишком много сотен с подписью Роберта Рубина и совсем мало с подписью Генри Полсона (секретарь Казначейства США в 2006–2009 годах).

А теперь вернемся ненадолго назад. Все деньги — от долларов до упаковок консервированной скумбрии — в идеале должны служить трем целям. Во-первых, выполнять функцию *меры стоимости*. Приписывая той или иной вещи определенную ценность, люди мыслят в конкретных денежных единицах. Предположим, вы проходите собеседование при приеме на работу и вам говорят, что ваша стартовая зарплата составляет шесть голов крупного рогатого скота и одиннадцать ящиков апельсинов в месяц. Это хорошая зарплата? Навскидку сложно сказать, верно? Чтобы это понять, вам нужно перевести крупный рогатый скот и апельсины в доллары, и тогда названная зарплата обретет для вас какой-то смысл. Мера стоимости — будь то доллары, иены или дельфины зубы — это, по сути, нечто вроде универсального

конвертера. Благодаря ей нам не приходится вычислять, сколько морковок должен стоить шерстяной свитер и, еще лучше, Toyota Corolla, цена которой эквивалентна стоимости 27 телевизоров с плоским экраном, или Honda Civic, которая стоит столько же, сколько три тысячи учебников вводного курса экономики. Мы просто переводим все это в доллары и без труда сравниваем. Даже несмотря на постепенное исчезновение физических денег из нашей жизни, мы всегда будем нуждаться в той или иной мере стоимости для установления цен при заключении торговых сделок. Сегодня в Starbucks я могу не платить наличными, а провести картой по специальному устройству, но когда с карты списывается стоимость большой чашки кофе, я все равно мыслю в долларах и центах.

Во-вторых, деньги — это *средство накопления*, позволяющее нам принимать платежи сегодня и использовать эту покупательную способность позже. Скажем, тюремный парикмахер на данный момент не имеет возможности удовлетворить все свои желания, поэтому он складывает полученные за стрижку от заключенных упаковки скумбрии в камере под нарами. Любой человек, принимая доллары в качестве оплаты, в достаточной степени уверен, что их стоимость в ближайшем будущем сохранится. То же самое касается мешков риса или «вечных» почтовых марок, которые могут быть использованы для отправки одного письма стандартного размера в любом месте США в любой момент в будущем — до тех пор, пока будет существовать Почтовая служба США. На протяжении всей истории человечества роль денег по вполне очевидным причинам играли, как правило, нескоропортящиеся продукты, такие как соль, табак и шкуры животных, а не яблоки, цветы или свежая рыба. Это и понятно, ведь тюремный парикмахер, который складировал бы в камере свежую скумбрию, очень быстро лишился бы львиной доли своего богатства (и, скорее всего, большинства клиентов тоже).

Безусловно, именно эта функция денег и сделала денежные махинации в Северной Корее злонамеренными и коварными. Жестко ограничив количество старых вон, подлежащих обмену на новые, правительство страны попросту уничтожило сбережения граждан, вселявшие в них хоть какую-то уверенность в завтрашнем дне. Пачки вон, спрятанные у людей под матрасами и ассоциировавшиеся с возможностью удовлетворить потребность в продуктах питания, одежде, бытовой технике и прочих необходимых вещах, в одночасье после объявленных Верховным лидером ограничений на обмен превратились в макулатуру, годную разве что для разведения огня

или посещения туалета\*. Нечто подобное произошло и в американских тюрьмах в 2004 году. До этого главной тюремной валютой считались сигареты, а не рыбные консервы. Но после запрета курения в исправительных учреждениях заключенные, имевшие большие запасы сигарет, вероятно, испытывали те же чувства, что и менялы с черного рынка в Северной Корее: им очень крупно не повезло.

И наконец, деньги играют роль *средства обращения*, то есть их с относительной легкостью можно использовать для проведения торговых операций. Эту функцию вполне успешно выполняет бумажная валюта. Пачка сто-долларовых купюр прекрасно помещается в бумажнике и при этом может быть обменена практически на все, что пожелаете, как законное, так и незаконное, как в США, так и за их пределами. В разных культурах средством обращения служили золото, серебро и другие драгоценные металлы. Сегодня по всей Африке в этой роли выступают prepaid минуты в мобильном телефоне. Мобильное эфирное время можно перевести на другой телефон, конвертировать в наличные или использовать для расчета в магазине [12]. Мобильные минуты обладают внутренней стоимостью, а сотня долларов в вашем кошельке — нет. Важный момент: чтобы быть ценными, деньгам необязательно иметь внутреннюю стоимость, достаточно уже того, что они облегчают обмен и способствуют торговле.

Современная экономика процветает, потому что мы можем специализироваться на производстве определенных продуктов, а затем продавать их тем, кто производит другие продукты. Деньги — в любой форме — упрощают данную процедуру. Economist резюмирует этот фундаментальный принцип следующим образом: «Если бы инопланетянину показали комнату, набитую золотыми слитками, пачки двадцатидолларовых банкнот или компьютер с рядами чисел на экране, он бы наверняка озадачился тем, какую функцию они выполняют. Наше почтение к этим объектам может показаться столь же странным, как и поведение самца шалашника, который, чтобы привлечь самку, украшает свое гнездо разными блестящими штучками» [13]. Деньги — это средство для достижения цели, способствующее

---

\* Я упомянул о туалете вовсе не для красного словца. В 1990-е годы на пике гиперинфляции в Зимбабве тысячедолларовая бумажка тамошнего доллара стоила дешевле туалетной бумаги, из-за чего в туалетах в кафе соседней ЮАР появились таблички, призывающие клиентов не бросать доллары в унитаз.

специализации и торговле, которые повышают нашу продуктивность и, следовательно, делают нас богаче.

Теперь, после того как мы определили основные функции денег, нетрудно понять, почему они стали именно такими, как сейчас. Во-первых, деньги мобильны, то есть вы можете без труда переносить их с места на место для использования в торговых операциях. Мешки с рисом удовлетворяют этому требованию гораздо меньше, ведь двадцать долларов могут стоить килограмма три, а то и больше крупы. Впрочем, мешки риса в подвале дома — вовсе не такой уж экстравагантный и гипотетический пример, как могло показаться, когда вы об этом прочитали; проблему переносимости вполне эффективно решает эмиссия бумажных сертификатов на товар. В 2010 году, когда Гаити восстанавливалась после ужасного землетрясения, ООН занималась распределением гуманитарной продовольственной помощи голодающим. Система прямого распределения была в тех условиях небезопасной и хаотичной, поскольку работники, сбрасывавшие мешки с едой с грузовиков, провоцировали бы драки и погромы. Поэтому ООН предпочла систему купонов — по сути, вариацию рисового сертификата. Каждый купон погашался путем обмена на мешок риса весом около 25 килограммов. Хранить купоны было гораздо безопаснее, чем запасы риса; агентства по оказанию помощи гаитянам могли распространять их среди широких слоев населения, в то время как рис хранился на немногочисленных надежно охраняемых складах-распределителях. Кстати, эти купоны вскоре стали валютой, которую можно было обменять на многие дефицитные товары [14].

Во-вторых, деньги должны быть долговечными. Вам вряд ли бы понравилось, если бы ваши пенсионные сбережения разлагались, плавились, гнили, ржавели, были съедены крысами или исчезли каким-то иным образом. Кроме того, деньги лучше всего выполняют свою функцию, когда они делимы, чтобы можно было без проблем давать сдачу и проводить сделки различных масштабов. Сотенные купюры очень удобны для торговли, как и однодолларовые для менее значимых операций. А вот золото, например, для многих мелких сделок слишком ценно; в нынешних ценах пачка жевательной резинки стоила бы около двадцатой части грамма этого металла, меньше песчинки. Следует отметить, что общества часто придумывают разные хитроумные способы справиться с отсутствием мелкой сдачи. Например, Зимбабве со временем отказалась от собственной валюты и ввела доллар США; теперь



в стране ходят бумажные деньги, но монет мало. Поэтому зимбабвийские торговцы, принимая у покупателя доллары, нередко дают сдачу конфетами, спичками и даже презервативами [15].

И наконец, самое главное — деньги должны быть предсказуемо дефицитными. Драгоценные металлы тысячелетиями использовались в качестве денег не только потому, что они от природы красивы, но и потому, что их количество ограничено. Золото и серебро поступают к нам со скоростью обнаружения их месторождений и добычи; дополнительно их не получить, по крайней мере, дешевого способа я не знаю. Сырьевые товары вроде риса и табака можно выращивать, но это тоже требует приличных затрат времени и ресурсов. Никакой диктатор, даже Роберт Мугабе из Зимбабве, не может приказать правительству произвести 100 триллионов тонн риса. Зато этому человеку без проблем удалось напечатать и распространить по стране триллионы новых зимбабвийских долларов, которые в результате настолько обесценились, что стали дешевле туалетной бумаги. На пике кризиса в ноябре 2008 года ежемесячная норма инфляции в Зимбабве достигла приблизительно 80 миллиардов процентов [16].

В итоге мы наблюдаем настоящий парадокс: деньги, используемые в США, Канаде, Европе, Японии, Китае и любой другой развитой стране или регионе, могут эмитироваться в каких угодно количествах. Это так называемые фидуциарные (фиатные) деньги, выпуск которых не обеспечивается золотом, а номинальная стоимость устанавливается и гарантируется правительством, объявившим их законным платежным средством. Сто лет назад те же страны использовали товарные деньги: золото, серебро или их некую комбинацию. Как же получилось, что во имя прогресса все наиболее экономически развитые страны перешли от дефицитных денег с внутренней стоимостью к деньгам, которые ее не имеют и могут поступать на рынок практически в неограниченном количестве? К тому же сегодня нам не требуется даже специальной бумаги и краски: достаточно нескольких нажатий клавиш на компьютерной клавиатуре. Так как же следует расценивать все, что происходит со времен ведения торговли с использованием шкур животных — как прогресс или регресс?

В этой книге я намерен доказать, что фидуциарные деньги способствуют процветанию и стабильности. Благодаря им мы живем лучше, чем жили бы с деньгами, обеспеченными золотом, серебром или чем-то другим.

И подобного мнения придерживается большинство экономистов. Школа бизнеса имени Бута при Чикагском университете периодически проводит опросы на злободневные политические темы среди известных экономистов с разными идеологическими взглядами и убеждениями. В 2012 году она попросила примерно сорок экономистов ответить на вопрос, жилось бы среднестатистическому американцу лучше с точки зрения таких критериев, как ценовая стабильность и занятость, если бы США заменили свои нынешние фидуциарные деньги долларом, привязанным к фиксированному количеству золота, то есть если бы мы вернулись к золотому стандарту? И как думаете, сколько экспертов сказали, что это хорошая идея? Ни один [17]. К слову, за все годы, что я слежу за результатами опросов Школы бизнеса имени Бута (так называемым IGM Forum), не припомню другого случая подобного единодушия.

Короче говоря, экономисты считают (и приводят массу убедительных доказательств), что деньги без внутренней стоимости гораздо предпочтительнее для современной экономики, чем деньги, привязанные к фиксированному количеству какого-либо товара. Это в высшей степени противоречащая здравому смыслу идея, учитывая, что одна из важнейших характеристик денег — их дефицит. Фидуциарные деньги привели к катастрофической гиперинфляции. Кто из нас не видел фотографий времен Веймарской республики, на которых немцы толкают перед собой наполненные купюрами тачки, чтобы купить в магазине товары первой необходимости? В противоположность этому вы не найдете ни одного задокументированного случая гиперинфляции с участием товарных денег, что, конечно же, логично и объяснимо. Ведь никто, даже жестокий самодур Роберт Мугабе, не способен в считанные месяцы увеличить на миллион процентов предложение риса, масла или золота.

Чтобы разобраться в этом кажущемся интеллектуальном противоречии, немного порассуждаем. Если бы мы могли с нуля создать идеальные деньги, какими бы они были? Очевидно, что они должны были бы выполнять три описанные выше функции: служить удобной мерой стоимости, средством обращения и накопления. Следовательно, нам нужно нечто легко переносимое, долговечное, делимое и предсказуемо дефицитное. Почти всем этим критериям соответствует золото (за исключением некоторых проблем со сдачей). Но и у золота есть недостатки. Из него можно изготовить потрясающей красоты ювелирные изделия, но диапазон других областей его

применения сильно ограничен. Если, скажем, на Землю упадет астероид и вы окажетесь запертым в подвале с кучей накопленного золота, вряд ли это придаст вам сил и вряд ли вы почувствуете себя невероятным богачом и везунчиком. А вот человек с запасами питьевой воды и консервированных бобов будет на вашем фоне Биллом Гейтсом.

Впрочем, проблем достаточно и без астероидов. Дело в том, что запасы золота вовсе не обязательно будут увеличиваться теми же темпами, что и экономика в целом. Если в результате таяния льдов в Арктике будут открыты новые месторождения золота, его количество по отношению к другим товарам резко возрастет, что приведет к инфляции. Если же предложение нового золота отстанет от темпов экономического роста, неизбежна дефляция. Даже если бы добыча этого металла увеличивалась нужными темпами — то есть параллельно экономическому росту, ведя в итоге к ценовой стабильности в нормальных условиях, — все равно значительная часть его известных мировых запасов находится в Китае и России. А поскольку мы с вами пытаемся разработать идеальную валюту, то, уж конечно, не станем доверять контроль над денежной массой иностранным державам, чьи интересы не всегда совпадают с нашими. Получается, что золото далеко не идеальные деньги.

Мы могли бы выбрать какой-нибудь другой товарно-сырьевой ресурс, скажем мешки риса или пшеницы. Они отлично делятся на мелкие части, и их предложение не контролируется Россией или Китаем. Да и проблема мобильности вполне решаема; представьте себе банк, который хранит мешки риса или пшеницы и эмитирует бумажные деньги, обеспеченные этими активами. Все операции можно было бы проводить с помощью бумажных денег либо их электронного эквивалента, но, в отличие от нынешних долларов, каждый сертификат погашался бы в товарном банке чем-то с внутренней стоимостью. В итоге мы получили бы легко переносимые деньги, предсказуемую меру стоимости, неплохое средство накопления (при условии, что банк способен защитить рис от крыс и возможной порчи) — причем без малейшего риска гиперинфляции.

Но захочется ли вам, чтобы все ваше богатство было привязано к рису или пшенице, особенно учитывая, что эти культуры менее предсказуемы, чем вы могли подумать? Предположим, какой-то фермер изобретает новую технологию, которая повышает их урожайность втрое или вчетверо (как это действительно произошло в новейшей истории). И что? Ваши сбережения

тут же девальвировались бы вследствие резкого увеличения предложения риса. Или, наоборот, на рис напала бы какая-то порча и уничтожила все накопленные запасы. Впрочем, даже в нормальных условиях у нас нет оснований полагать, что предложение выбранного нами в качестве денег сырьевого товара будет увеличиваться параллельно экономическому росту, то есть цены на него будут расти или снижаться в зависимости от его количества по отношению к другим продуктам. Вы бы согласились подписать долгосрочный контракт, деноминированный в рисе, не будучи уверенными в ценности последнего по сравнению с другими товарными ресурсами через десять, двадцать или тридцать лет?

К счастью, существует простое решение проблемы, связанной с неопределенностью предложения любого конкретного товара: деньги, обеспеченные продуктовой корзиной. Допустим, каждый такой «товарный доллар» можно обменять на килограмм риса, галлон бензина, кварту молока, шесть песен на iTunes и тому подобное. Безусловно, учет при такой системе несколько усложнится, но потребители к ней привыкнут, если, конечно, стоимость денег останется стабильной. Владельцы долларов будут надежно защищены от внезапного увеличения или уменьшения предложения какого-либо одного продукта из корзины. Эта валюта будет иметь реальную, четко определенную покупательную способность. И чем больше продуктовая корзина, обеспечивающая эти деньги, тем стабильнее будет их стоимость и тем точнее она будет коррелироваться с ростом экономики в целом.

Не забывайте, что мы с вами просто рассуждаем, так что не грех немного помечтать. Представьте себе деньги, которые можно принести в некую темную сырую комнату и обменять на определенное количество продуктов питания, энергии, электроники, автомобилей, велосипедов. Эти вымышленные деньги обеспечены не просто золотом или рисом, а широкой выборкой всех регулярно потребляемых вами товаров и услуг. Более того, их покупательная способность по отношению к разнообразной корзине продуктов колеблется всего на несколько процентов в год. Иными словами, вы не только прекрасно представляете, что можно купить на эти деньги сегодня, но и что можно на них купить в будущем. Словом, эти потрясающие гипотетические деньги обладали бы всеми преимуществами денег, обеспеченных каким-то одним товаром, но без присущих им недостатков. Каждая денежная единица подлежала бы погашению корзиной продуктов с предсказуемыми темпами и на протяжении длительного периода времени.

Итак, мы подошли к самой умопомрачительной части нашего упражнения: то, что я только что описал, — это доллар, евро, иена и многие другие фидуциарные деньги. Да, это просто бумажки (или биты и байты), но когда их эмитенты должным образом выполняют свою работу, эти бумажки (и биты и байты) имеют предсказуемую стоимость относительно широкой корзины товаров и услуг даже в весьма отдаленном будущем.

Этим и обусловлена сложность задачи, стоящей перед современной кредитно-денежной политикой. Центральные банки могут создавать деньги из ничего; они также могут убирать их из экономики. *Щелк, щелк, щелк.* Этого звука управляющим центральными банками достаточно, чтобы увеличить или уменьшить денежную массу. Ответственные управляющие манипулируют фидуциарными деньгами, чтобы пресекать финансовую панику и обеспечивать стабильный экономический рост. Безответственные политики порой используют власть для создания денег с таким безрассудством, что национальная валюта становится дешевле туалетной бумаги.

В истории человечества не раз случалось и то, и другое.

Инфляция или дефляция, скажите мне, если можете, чем мы станем — Зимбабве или Японией? [1]

*Мерл Хаггард\**

В годы Второй мировой войны нацистская Германия провела коварную кампанию по дестабилизации британского правительства, которая не предполагала использования ракет, артиллерии или каких-либо других традиционных видов вооружения. Главным ее оружием стали фальшивые деньги. Квалифицированных заключенных немецких тюрем привлекли к изготовлению поддельных фунтов (а позже и долларов США)\*\*. Цель — наводнить Великобританию поддельными банкнотами и тем самым подорвать доверие людей к британской валюте и национальной экономике. Эта история, спасшая в конечном счете жизнь целой группе квалифицированных евреев-гравировщиков, описана в книге Лоуренса Малкина *Krueger's Men*, а позже в фильме «Фальшивомонетчики», получившем в 2007 году «Оскар». К 1945 году около 12% фунтов стерлингов, находящихся в обращении (в показателях номинальной стоимости), были поддельными.

---

\* По собственному описанию, «первый и единственный в стране певец, поющий о работе Центрального банка, ипотечных ценных бумагах и физике».

\*\* Согласно недавно рассекреченным документам ЦРУ, в результате подводной спасательной операции, проведенной в 2000 году компанией *Oceaneering Technologies* с использованием того же оборудования, которое обнаружило «Титаник», на дне озера Теплицева в Альпах западной Австрии были найдены деревянные ящики, набитые поддельными британскими фунтами и американскими долларами. Купюры, отлично сохранившиеся в холодных бескислородных глубинах озера, были затоплены нацистами в 1945 году во время решительного наступления союзников. См. David Kohn, *Hitler's Lake*, 60 Minutes, November 21, 2000, <http://www.cbsnews.com/news/hitlers-lake-21-11-2000/>.

Очевидно, что в данном случае схема фальшивомонетничества не сработала, но теоретически была правильной. И примерно пятьдесят лет спустя аналогичная схема была безупречно реализована в Зимбабве. Деньги вливались на рынок страны до тех пор, пока не обесценились настолько, что торговцы начали их взвешивать, вместо того чтобы считать. Практически на пике гиперинфляции, 4 июля 2008 года, бокал пива в баре в столице Зимбабве Хараре стоил 100 миллиардов зимбабвийских долларов. А буквально через час то же самое пиво в том же самом баре уже продавалось за 150 миллиардов. Столь безрассудное печатание денег было остановлено исключительно из-за нехватки высококачественной бумаги для новых банкнот [2]. Гиперинфляция в Зимбабве ускорила движение страны к разрухе, наглядно доказав, что нацистская идея использования фальшивомонетничества в качестве оружия уничтожения экономики отнюдь не безумна.

Относительно разрушительной гиперинфляции в Зимбабве стоит отметить один любопытный факт. Дело в том, что она началась вовсе не вследствие коварного заговора внешнего врага. В Зимбабве применили оружие гиперинфляции к самим себе, что, если придерживаться аналогии со Второй мировой войной, равносильно тому, что британское правительство начало бы бомбить Лондон. Квазидиктаторское правительство Роберта Мугабе напечатало так много новых денег, что в один прекрасный момент в стране появилась самая большая купюра за всю историю наблюдений — стотриллионная. У меня на рабочем столе лежит одна такая, я купил ее на eBay за десять американских долларов. Львиная доля этой цены обусловлена необычностью банкноты, а вовсе не ее покупательной способностью.

Сегодня большинство мировых валют не привязаны к какому-либо товарному ресурсу. Зимбабве могла печатать кучи новых банкнот до тех пор, пока имела высококачественную бумагу и специальную краску. Впрочем, даже когда они закончились бы, правительству ничего не стоило просто добавить к каждой купюре пару-другую нулей. В более развитых странах все популярнее становятся электронные деньги. В вашем бумажнике может лежать всего несколько купюр, а на расчетном счете — десятки тысяч долларов. И хотя эти средства существуют только в электронном виде, их покупательная способность такая же, как у пачки реальных сотен. Один банкир центрального банка, вооружившись ноутбуком, подключением к интернету и чашкой крепкого кофе, способен создать гораздо больше новых денег,

чем дымящиеся от перегрузки печатные станки Роберта Мугабе. Инфляция может быть как катастрофой, так и чрезвычайно важным политическим инструментом. Фидуциарные деньги обеспечивают при этом гибкость политики, недоступную товарным деньгам. Помните три триллиона долларов, эмитированные ФРС для борьбы с финансовым кризисом 2008 года?

Следовательно, наша цель — заставить деньги работать правильно. Как говорится в конце последней главы книги, деньги лучше всего выполняют свои ключевые функции (в качестве меры стоимости и средства обращения и накопления), когда имеют предсказуемую стоимость относительно широкой корзины товаров и услуг в долгосрочном периоде. Так как же нам этого добиться? Оказывается, задача сопряжена с целым рядом любопытных проблем. Да, инфляция — это плохо. Цены постоянно растут, или, как сказал бы экономист, деньги теряют стоимость. Кого не вывело бы из себя, если бы заказанный им второй бокал пива подорожал на 50 миллиардов долларов, пока он допивал первый?

Однако дефляция может быть еще хуже. Даже скромная дефляция способна запустить целую цепь крайне неблагоприятных экономических реакций. Конечно, на первый взгляд, это здорово, что второй бокал пива стоит намного *дешевле* первого. Но в действительности это бы означало снижение вашего дохода тоже. Конечно, это не трагедия: ваш доход падает, как и цены на продукты, которые вы обычно покупаете. Но представьте себе, что сумма ваших долгов при этом *не уменьшается*. Ваш банк по-прежнему требует от вас того же платежа по ипотеке — несмотря на то что ваша зарплата неуклонно урезается. Добро пожаловать в мир Великой депрессии!

Эта инфляционно-дефляционная головоломка описывает фундаментальный компромисс в области монетарной политики. Товарные деньги решают проблему гиперинфляции. Ни одно правительство не способно производить новое золото, серебро или консервированную скумбрию в огромных количествах. (Товарные деньги в любом случае менее подвержены инфляции, чем фидуциарные, о чем мы подробнее поговорим чуть позже.) Тем не менее негибкое и неконтролируемое предложение товарных денег создает проблемы, а точнее, невозможность манипулировать такой денежной массой весьма полезными для экономики способами, особенно во времена экономических спадов. На пике финансового кризиса 2008 года Бен Бернанке, тогдашний глава ФРС, при всем желании не мог завалить страну (и остальной мир) новыми банками консервированной скумбрии, чтобы реанимировать



кризисную экономику, а вот напечатать новые доллары мог. Короче говоря, гибкость, позволившая Бену Бернанке побороть Великую рецессию, — это та же самая гибкость, благодаря которой Роберт Мугабе смог напечатать купюру достоинством в 100 триллионов зимбабвийских долларов.

Как и во многих аспектах человеческой жизни, оптимальное решение в данном случае предполагает глубокий и взвешенный подход к кредитно-денежной политике — сделать так, чтобы было не слишком жарко (инфляция) и не слишком холодно (дефляция). Стоимость любых денег, в том числе товарных, зависит от их предложения по сравнению с предложением других товаров. Представьте, что приятели пригласили вас поиграть в покер и хозяин вытащил из пыльного шкафа старые пластиковые фишки для покера; они не имеют никакой внутренней стоимости — разве что несколько центов за переработку дешевого пластика. Однако в начале партии каждый игрок покупает их на сто долларов и кладет перед собой на стол. Деньги, отданные за фишки, складываются в обувную коробку вместе с дополнительными, не выкупленными игроками фишками, стоимость которых не превышает стоимости переработки пластика. А вот фишки, лежащие на столе, стоимость уже приобрели, так как в конце игры их можно будет обменять на наличные в коробке.

Давайте проанализируем три разных сценария. В первом вы играете всю ночь, причем, как водится, одни срывают хороший куш, а другие проигрываются в пух и прах. Но при этом ни одна фишка не покидает игровой стол и ни одна новая не вводится в игру. Просто в течение вечера фишки перемещаются из одной кучки в другую. Когда в конце игры приходит время рассчитываться, стоимость фишек будет той же, что и в начале игры. Если каждая фишка стоила один доллар, игрок, собравший 342 фишки, может с полным основанием рассчитывать на 342 доллара из коробки. Некоторые игроки расстроятся, но только из-за проигрыша, а не потому, что их фишки стали стоить меньше. Фишки не имеют никакой внутренней стоимости, но поставленную перед ними задачу выполнили отлично. Они способствовали игре в покер.

Теперь рассмотрим второй сценарий. Хозяин дома, где идет игра, оказывается не очень порядочным человеком и, всю ночь напролет проигрывая, тайком вынимает из картонной коробки все новые и новые фишки, не внося за них денег. В результате в конце игры гости не могут понять, что же произошло. Когда они делят деньги в коробке на число фишек на столе, получается,

что каждая фишка стоит меньше, чем в начале игры. Предположим, что за ночь хозяин для пополнения своих запасов стащил 250 фишек и, когда приходит время рассчитывать, на столе лежит 1250 фишек, а в обувной коробке — всего 1000 долларов. Если никто ничего не заподозрит или не знает наверняка, разумно будет снизить стоимость одной фишки до 0,80 доллара ( $1000 \div 1250$  долларов). Очевидно, что появление на столе большего числа фишек не сделало игроков богаче (хотя хозяин, несомненно, определенную выгоду получил, к чему я еще вернусь в следующей главе). Иными словами, вы не можете увеличить коллективное богатство, не увеличив запаса того, что имеет истинную ценность, в данном случае наличных в обувной коробке. Дополнительные фишки — всего лишь кусочки пластика, снижающие покупательную способность фишек, уже находящихся на игровом столе.

И наконец, последний, третий сценарий. Допустим, что во время перерыва в игре хозяйская собака подходит к столу и проглатывает несколько аккуратно сложенных там фишек, потому что они вкусно пахнут пиццей и кренделями. Никто из игроков не замечает недостачи до конца игры, пока не выясняется, что фишек стало меньше, чем изначально. В этом случае каждая оставшаяся фишка претендует на большую часть богатства в обувной коробке. Скажем, если собака слопала двести фишек (кстати, не такой уж нереалистичный сценарий, если вспомнить повадки моего лабрадора), их останется всего восемьсот, а в обувной коробке по-прежнему 1000 долларов. Стало быть, теперь стоимость одной фишки составит 1,25 доллара.

Основная мысль заключается в том, что изменение числа фишек на столе не влияет на стоимость содержимого коробки-кассы, то есть именно того, что больше всего интересует каждого игрока. Если провести аналогию с реальной жизнью, то фишки — это фидуциарные деньги, а наличные в коробке — товары и услуги в экономике. Людей интересуют автомобили, продукты питания, стиральные машины, плата за обучение в колледже и прочие вещи, имеющие реальную ценность. Деньги — это то, что мы отдаем, чтобы все это иметь. Если их предложение возрастает по отношению к количеству фактических товаров и услуг — из-за описанной выше коварной кампании нацистов, в результате бездумного печатания диктатором стотриллионных купюр или по любой другой причине, — то для получения такого же количества реальных материальных и нематериальных благ нам придется отдать больше денег.

Суть инфляции интуитивно понятнее, если рассматривать ее с точки зрения не роста цен (хотя это, безусловно, имеет место), а покупательной

способности денег. Если широкий спектр товаров и услуг стоит вдвое больше, чем в прошлом году, то так же должно быть верно и то, что на доллар теперь можно купить в два раза меньше. На самом деле инфляция не ограничивается исключительно деньгами. Возьмем хотя бы пример с бонусными милями за частые перелеты. То, что происходит с ними в настоящее время, вполне можно расценивать как эквивалент инфляции. Начиная с 1990-х годов авиакомпании США стали начислять такие мили буквально за каждый шаг клиента (и подобная маркетинговая практика по-прежнему популярна). Вам могут предоставить бесплатные мили не только за полеты, но и за аренду автомобиля, проживание в гостинице, подачу заявки на получение кредитной карты, ее использование и тому подобное. Авиаперевозчики штамповали бонусные мили примерно так же, как диктатор Зимбабве печатал деньги. К 2001 году клиенты накапливали мили в четыре раза быстрее, чем использовали [3]. (К слову, у большинства миль нет предельных сроков реализации, что отнюдь не способствует их активному погашению.) Еще в 2002 году, когда количество непогашенных бонусных миль росло с невероятной скоростью — на 20% в год, Economist предупреждал: «При столь безрассудном росте денежной массы руководители Центрального банка страдали бы сильнейшей бессонницей, если бы не тот факт, что они, как правило, весьма преуспевают в деле взыскания двойных или тройных миль. Суть в том, что авиакомпании напечатали слишком много своей валюты. Они раздают больше миль, чем могут реально предложить в виде свободных кресел... А как известно любому студенту первого курса экономического факультета, чрезмерный рост денежной массы может привести к гиперинфляции либо девальвации» [4].

Бонусные мили за частые перелеты не имеют внутренней стоимости (разве что только для тех людей, которые любят хвастаться тем, как далеко и часто летают) и олицетворяют претензию на нечто, действительно ее имеющее, — бесплатный перелет или повышение класса полета до уровня, при котором ваши колени не упираются в сиденье впереди, а бортпроводники более вежливы и улыбки. В условиях, когда количество предлагаемых клиентам бонусных миль стабильно растет, вероятны три варианта. Во-первых, авиакомпании могут увеличить количество бонусных мест (признаться, мне довольно трудно удержаться от смеха, когда я себе это представляю). Если бы их число росло примерно с той же скоростью, что и количество раздаваемых бонусных миль, то «цена» и наличие таких мест в основном не менялись бы. Тогда пассажиры могли бы рассчитывать, что в 2015 году смогут конвертировать мили

в свободные места, как в 1990-м — на то же количество бесплатных миль при той же общей доступности. В контексте экономики в целом это было бы эквивалентом денежной массы страны, растущей теми же темпами, что и производство товаров и услуг. (Последний показатель, как правило, измеряется валовым внутренним продуктом — ВВП.) Если ежегодно и ВВП страны, и предложение денег увеличиваются на 3%, то количество денег по отношению к товарам и услугам останется неизменным. В нормальных условиях это означает ценовую стабильность — ни инфляции, ни дефляции.

В реальности же авиакомпании не склонны урезать свои прибыли, раздавая пассажирам все больше бесплатных билетов. В итоге у нас остаются два варианта. Авиаперевозчики могут увеличить количество миль, необходимых для бесплатного перелета, что представляет собой классический пример инфляции. Цена билета в милях растет, и это означает, что каждая бонусная миля дешевеет. Как альтернативу авиакомпании могут оставить прежние цены на бонусные мили и нормировать доступные свободные места. Если для бесплатного перелета на Гавайи требуется налетать всего 15 тысяч миль, а типичный пассажир налетал целых 57 миллионов, многие бы захотели бесплатно смотаться на Гавайи — если бы не одно но: United Airlines предоставляет всего шесть бесплатных билетов в месяц. Эти места, указанные на сайте компании, по-прежнему дешевы (в милях), но, увы, мало кому удастся их заполучить.

Это тоже соответствует реальности с точки зрения кредитно-денежной политики. Когда страна напропалую печатает деньги, цены взлетают, как только это же безответственное правительство пытается их обуздать законодательными мерами. В 2012 году в Венесуэле отмечался один из самых высоких уровней инфляции в мире, почти 30% в год, что было обусловлено вполне понятными причинами. Президент-популист Уго Чавес пытался решить проблему путем объединения безрассудной монетарной политики с еще одним трендом не слишком продуманного государственного управления — контролем над ценами. Правительство Чавеса наложило ценовые ограничения на диапазон продуктов, в основном повседневного спроса, для малоимущих слоев населения. Это означало запрет на повышение цен на самые востребованные продукты, как обычно происходит, когда спрос превышает предложение. Они, наоборот, распродавались по сниженным ценам. А поскольку такие цены зачастую оказывались ниже стоимости производства, многие фирмы *сокращали* его объемы. Базовые продукты — молоко, мясо и туалетная бумага — практически исчезли с прилавков, что, по словам *New York Times*, «сделало поход

в продуктовый магазин на редкость непредсказуемым предприятием» [5]. Иными словами, Уго Чавес превратил молоко в нечто вроде бесплатного перелета авиарейсом United — в очень выгодную и приятную сделку, если, конечно, вам повезет раздобыть этот продукт по искусственно заниженной цене.

Все это отлично объясняет известное высказывание Милтона Фридмана о кредитно-денежной политике: «Инфляция всегда и везде чисто денежное явление» [6]. Фридман, лауреат Нобелевской премии в области экономики за 1976 год, большую часть карьеры посвятил изучению взаимосвязи между предложением денег и ценами. В своей книге *Money Mischief* («Проказы денег») он кратко резюмирует свои выводы, сделанные в ходе изучения экономик разных стран на протяжении всей современной истории: «Инфляция возникает, когда количество денег возрастает значительно быстрее, чем производство продукции, и чем быстрее увеличивается количество денег в расчете на единицу продукции, тем выше уровень инфляции. Вполне возможно, это самое обоснованное утверждение, касающееся экономики» [7].

Данное утверждение относится ко всем формам денег, а не только к бумажным. Инфляция или дефляция товарных денег происходит по тем же основным причинам: предложение того или иного конкретного продукта обязательно повышается или снижается синхронно с производством других товаров и услуг. Вернемся к консервированной скумбрии. Предположим, что в тюрьму направляется специальная гуманитарная помощь и каждый заключенный дополнительно получает по пятьдесят упаковок рыбных консервов. Несложно догадаться, что цена стрижки в этой тюремной «валюте» тут же подскочит, ведь теперь на то же число парикмахеров приходится намного больше упаковок скумбрии. Именно это, по сути, и произошло, когда европейцы обнаружили в Новом Свете золото и серебро. Начиная приблизительно с XV века, испанцы и португальцы вывезли из Северной и Южной Америки около 150 тонн серебра, за которое покупали в Европе все те же товары примерно в тех же количествах. В результате за следующие полтора столетия цены на них увеличились в шесть раз [8].

При любом заданном уровне производства в экономике цены будут расти и падать пропорционально предложению денег — с одной существенной оговоркой. (Да, вечно какие-то оговорки!) Соотношение между денежной массой и ценами также зависит от темпов обращения денег в экономике, или скорости обращения денег. Скорость имеет тенденцию повышаться — то

есть один доллар быстрее проходит экономический цикл, — когда у потребителей и компаний уменьшается потребность (или желание) экономить и не тратить наличные (а также активы, близкие к наличным денежным средствам, такие как чековые вклады).

Чтобы было понятнее, вернемся опять к примеру со скумбрией сразу после того, как Красный Крест благодетельствует каждого заключенного пятьюдесятью дополнительными упаковками консервов. У нас нет оснований полагать, что в обычных условиях скорость обращения скумбрии сильно изменится. Допустим, каждый заключенный оставляет пару упаковок в камере под нарами, чтобы в любой момент полакомиться жирной рыбкой, а остальные использует для торговли. Логично ожидать, что тюремные цены в консервах вырастут примерно пропорционально увеличению предложения скумбрии в результате поступления гуманитарной помощи. Но что, если в тюрьме произойдет сразу несколько серьезных потасовок и надзиратель пригрозит строгой изоляцией? В качестве меры предосторожности в случае лишения доступа к столовой многие заключенные решат пополнить запасы скумбрии. Теперь, когда число консервов в камерах вырастет, скорость их обращения снизится. В итоге увеличение предложения консервов в тюрьме не приведет к аналогичному росту цен, потому что многие упаковки будут выведены из обращения.

Скорость обращения — важнейшее звено между предложением денег и ценами. Все, что заставляет людей и учреждения держаться за деньги, замедляет скорость их обращения. Например, повышение уровня экономической неопределенности, как правило, побуждает банки, компании и потребителей накапливать денежные средства (и другие ликвидные активы\*) из-за страха, что доступ к кредитам может быть ограничен. С другой стороны, финансовые инновации, облегчающие процедуру конвертации активов в денежные средства, например кредиты под залог жилой недвижимости, повышают скорость обращения денег, потому что позволяют людям меньше откладывать на черный день (или, точнее, на ураган, сдувающий с дома крышу). Но при всем этом краткосрочные колебания скорости обращения денег

---

\* Ликвидность отображает, насколько быстро актив может быть конвертирован в наличные по прогнозируемой цене. Казначейские облигации более ликвидны, чем картина Рембрандта, независимо от их относительной стоимости, поскольку их можно практически немедленно продать заинтересованному покупателю по предсказуемой цене. А продажа картины Рембрандта по приемлемой цене может занять несколько месяцев или даже лет, потому что рынок предметов искусства относительно мал и узкоспециализирован.

все еще ставят в тупик. Как недавно заметил один известный макроэкономист, когда мы затронули эту тему, наблюдая, как наши дочери носятся по пересеченной местности, «да, мы действительно не понимаем природы данного явления»\*. И это, надо сказать, отнюдь не малозначащее замечание, ведь колебания скорости обращения денег не позволяют точно предсказать, как увеличение или уменьшение денежной массы повлияет на цены хотя бы в краткосрочной перспективе.

До сих пор наше обсуждение давало нам основания полагать, что деньги не оказывают существенного влияния на реальную экономику. Конечно, скорость их обращения несколько усложняет ситуацию, но цены, как правило, довольно быстро приспосабливаются к предложению денег, а люди, соответственно, к меняющимся ценам. Никому не нравится гиперинфляция, но 10–20-процентная инфляция (или дефляция) не беда, если мы по-прежнему можем покупать и продавать все, что нам действительно нужно, пусть и по колеблющимся вверх-вниз ценам. Ничего ведь страшного, верно?

До определенного момента это, безусловно, так. Точно зная, что цены будут расти на 10 или даже 100% в год, вы могли бы соответственно планировать свои расходы. Вы изначально ожидали бы, что работодатель будет ежегодно платить вам на 10% больше, чтобы компенсировать рост цен. А любое реальное повышение зарплаты в зависимости от ваших конкретных заслуг будет оплатой сверху. Если вы занимаете деньги в банке и он берет 4% «арендной ставки» на заимствованный капитал, процентная ставка составит 14%: 4% «реального» процента в качестве цены кредита плюс 10% в качестве компенсации за то, что покупательная способность долларов, которые вы вернете через год, будет на 10% меньше, чем долларов, которые вы занимали. (Экономисты употребляют термин «арендная ставка», потому что заимствование денежных средств у финансовых институтов подобно аренде автомобиля в Avis или электроинструментов в Home Depot; вы платите за право использования того, что принадлежит другому, хотя в конечном счете обязаны вернуть взятое владельцу.)

Сейчас самое подходящее время для небольшого отступления, чтобы провести четкое различие между *номинальными* цифрами, которые не корректируются с учетом инфляции, и *реальными* показателями, которые таким

---

\* К сожалению, экономисты даже в быту часто говорят на подобные темы.

образом корректируются. В приведенном выше примере номинальная процентная ставка (цена, рекламируемая на витрине банка) составляет 14%, а реальная (реальная стоимость аренды капитала, принадлежащего кому-то другому) — 4%. Любое сравнение цен с течением времени должно корректироваться с учетом инфляции. Кстати, этот факт обычно игнорируют голливудские студии. Знаете, какие ленты входят в первую пятерку самых кассовых (на внутреннем рынке) фильмов всех времен? [9]

«Звездные войны: пробуждение силы» (2015);

«Аватар» (1997);

«Титаник» (1997);

«Мир Юрского периода» (2015);

«Мстители» (2012).

Вам этот список не кажется несколько странным? В основном это действительно очень успешные фильмы, но «Мстители»? Неужели они имели больший коммерческий успех, чем, скажем, «Унесенные ветром»? Или «Крестный отец»? Или «Челюсти»? Нет, нет и нет. Дело в том, что Голливуд предпочитает делать вид, что каждый очередной блокбастер успешнее предыдущего. Один из способов это сделать — указывать кассовые сборы в зимбабвийских долларах, вдохновляя тем самым СМИ на заголовки вроде: «Фильм “Голодные игры” побил рекорд, принес за выходные выручку в размере 57 миллионов долларов!» Но даже самые недалекие кинозрители с подозрением отнеслись бы к таким цифрам. Поэтому голливудские студии (и журналисты, которые о них пишут) приводят показатели в номинальных цифрах, благодаря чему недавно снятые фильмы выглядят успешнее, поскольку билеты на них стоят гораздо дороже, чем десять, двадцать или пятьдесят лет назад. (Когда в 1939 году на экраны вышел фильм «Унесенные ветром», цена билета составляла около пятидесяти центов.) Истинной же мерой коммерческого успеха являются кассовые сборы с поправкой на инфляцию. Выручка в 100 миллионов долларов в 1939 году впечатляет намного больше, чем аналогичная сумма в 2015-м. И каков же список самых кассовых американских фильмов всех времен *с поправкой на инфляцию*? [10]

«Унесенные ветром» (1939);

«Звездные войны» (1977);

«Звуки музыки» (1965);



«Инопланетянин» (1982);  
«Титаник» (1997).

В реальном выражении «Аватар» опускается на 14-е место, а «Мстители» аж на 29-е.

Точно так же должны корректироваться, или индексироваться, с течением времени с учетом инфляции и программы сбора или расходования денежных средств. В 1938 году, то есть на момент введения, федеральная минимальная заработная плата составляла 25 центов в час. Понятно, что в 2015 году на такой почасовой оплате далеко не уедешь, однако минимальная зарплата не корректируется с поправкой на инфляцию автоматически. Ее в законодательном порядке с учетом текущего роста цен изменяет Конгресс США. В результате в нашей истории были довольно длинные временные отрезки, когда минимальный размер оплаты труда не менялся, а цены росли (то есть минимальная заработная плата в реальном выражении снижалась). На приведенном ниже графике, составленном Министерством труда США, отображена долгосрочная разница между номинальной минимальной зарплатой и ее реальной покупательной способностью (в долларах по состоянию на 2015 год) [11]. Как видите, реальная стоимость минимальной заработной платы в 1968 году (10,97 доллара при пересчете в доллары 2015 года) была фактически выше, чем сегодня (7,25 доллара).



Источник: Министерство труда США, отдел оплат и нормирования рабочего времени, [www.dol.gov/whd/minwage/chart.htm](http://www.dol.gov/whd/minwage/chart.htm).

И все же рост и падение цен нельзя считать бедствием вселенского масштаба. Мы всегда можем подрегулировать цифры в зарплатном чеке так, чтобы все выглядело нормально. Если цены увеличиваются пятикратно, мы просто заплатим вам в пять раз больше, чем в номинальном выражении. Экономический эффект в этом случае не будет отличаться от эффекта обмена одной пятидолларовой банкноты на пять однодолларовых. А при падении цен все будет наоборот. Ваша зарплата уменьшилась в два раза? Не проблема, ведь и цены снизились на столько же. Кого волнует количество нулей в его зарплатной ведомости? Тогда о чем вообще говорить и зачем остальные двенадцать глав в книге?

Начнем с трех важнейших прорех в подобной логике. Во-первых, инфляция никогда не бывает абсолютно предсказуемой, следовательно, рост цен может усложнить и запутать все, что с ними связано (а это противоположно тому, что должны делать деньги). Во-вторых, дефляция создает те же проблемы, что и инфляция, а потом еще и дополнительные. Снижение цен нередко вынуждает людей и компании делать то, что плохо для экономики в целом и приводит к дальнейшему падению цен, провоцируя еще более разрушительное для экономики поведение потребителей, и тому подобному. Если бы экономисты начали снимать ужастики, то гиперинфляция и дефляция были бы представлены отдельными поджанрами. И наконец, последнее. Оказывается, манипуляции с предложением денег — когда людям просто выплачивают или выдают в кредит больше клочков бумаги — *могут* воздействовать на реальную экономику, причем существенно. От того, что вы раздадите больше фишек при игре в покер, долларов в обувной коробке не прибавится, однако вы сможете повлиять на то, как игроки будут делать ставки, а это, в свою очередь, непременно скажется на исходе игры.

Давайте по очереди проанализируем эти сложности. Инфляция как минимум неприятна уже потому, что требует от компаний и потребителей адаптации к изменяющимся ценам. И чем быстрее они растут, тем разрушительнее будет эффект. Если Берг, владелец фирмы Big Beef, замечает, что спрос на его сэндвичи повысился предположительно потому, что потребителям пришелся по вкусу особый соус и отлично поджаренные булочки, то его логической экономической реакцией станет увеличение объемов производства и повышение цен, что позволит получить более высокую прибыль. Берг начинает строительство второго подъездного окошка для обслуживания клиентов

на автомобилях и придумывает новый сэндвич с антрекотом и с добавлением бекона.

Но подождите минутку. А что, если потребители стали покупать больше сэндвичей просто потому, что некомпетентное правительство бездумно штампует купюры достоинством в триллион долларов? Люди толкают перед собой набитые новыми банкнотами тележки (метафорические) и чувствуют себя (временно) настоящими богачами. Они хотят всего больше, и это никак не связано с особым соусом или вкусом булочек Big Beef. Цены растут в масштабах всей экономики. Сотрудники Берта начинают требовать повышения зарплаты; поставщики поднимают цены на бекон и говядину. Стоимость вводимых ресурсов повышается, и ни новое торговое окошко, ни новый сэндвич уже не кажутся такими прибыльными. Берт ошибочно принял всплеск новых расходов, вызванный увеличением денежной массы, за рост спроса на его продукцию. И это чрезвычайно важный момент. Цены в рыночной экономике должны передавать информацию, инфляция же затушевывает этот механизм.

А теперь рассмотрим отчасти связанное с инфляцией бедствие под названием панфляция, выявленное британской газетой Economist. С 1970-х годов снизилась стоимость не только американского доллара. Судя по всему, мы также страдаем от эпидемии размерной инфляции, при которой одежда с одинаковым размером на ярлыке с каждым годом становится все больше. Например, женские брюки 14-го размера в настоящее время в среднем на десять сантиметров шире, чем в 1970-е годы. Да-да, нынешний 14-й размер — это в прошлом 18-й, а 10-й — 14-й\*. Думаю, ваша фигура со школьных времен изменилась; ваши брюки становятся больше, а размер остается тем же. Но почему? Судя по язвительному объяснению команды журналистов-расследователей Economist, «модные дома, судя по всему, считают, что женщины скорее раскошелятся, если смогут втиснуться в одежду, на этикетке которой указан меньший размер» [12].

Инфляция отметок — еще одна грань той же проблемы. Уровень академической успеваемости, который три десятилетия назад оценивался баллом C, сегодня, как правило, заслуживает B+, а то и выше. По данным студенческой газеты Harvard Crimson, средняя отметка в Гарварде A-, а наиболее часто выставяемая — A [13]. По данным одного исследования, в наши дни

---

\* Речь идет о британских размерах, но размеры в США претерпели аналогичные изменения.

во всех американских университетах максимально возможную оценку получают 45% студентов — сравните с 15% в 1960 году [14]. А если среднестатистические студенты все чаще имеют максимально возможный балл, то как работодателям и аспирантурам выявлять наиболее перспективных и талантливых? Опять механизм, предположительно призванный служить для передачи важной информации, ослабляется. Как отмечает Economist, «инфляция всех видов обесценивает все, что заражает. Она затуманивает информацию и в итоге искажает поведение людей».

Инфляция не только сеет хаос, но и нередко создает победителей и побежденных. Например, в случае инфляции отметок лучшие студенты в Гарварде получают А, но такой же балл ставят и посредственным студентам, которые в 1960 году не могли бы рассчитывать на балл выше С. Это, безусловно, несправедливо по отношению к самым выдающимся студентам. С денежной инфляцией дело, возможно, обстоит еще хуже: она снижает покупательную способность всех владельцев наличных, и особенно людей с низким уровнем доходов, у которых меньше, чем у богатых, возможностей хранить свое богатство в активах, стоимость которых растет пропорционально росту инфляции (например, в ювелирных изделиях или недвижимости). Любому человеку, спрятавший под матрасом 1000 долларов, при 10-процентной инфляции к концу года останется с суммой, покупательная способность которой составит 900 долларов. Конечно, у него под матрасом по-прежнему будет десять сотен, но чистый эффект ничем не отличается от гипотетической ситуации, когда правительство пришло к нему и стащило одну из купюр.

Между тем инфляция, когда она непредвиденная, выгодна для заемщиков и убыточна для кредиторов. Предположим, банк выдает вам кредит на 100 000 долларов в условиях отсутствия прогнозируемой инфляции. Реальная процентная, или «арендная», ставка на этот капитал составляет 4%. Что произойдет, если в этот период вдруг разразится 10-процентная инфляция? Согласно договору о кредитовании вы через год выплатите банку 104 000 долларов — но каждый из этих долларов потерял за это время 10% своей покупательной способности. В реальном выражении выходит, что банк дал вам 100 000 долларов, а получил назад всего 93 600. Из-за постоянной многолетней инфляции и гиперинфляции во всей Латинской Америке было практически невозможно оформить кредитную карту, не говоря уже об ипотеке с фиксированной процентной ставкой. Ни один здравомыслящий кредитор не станет предоставлять кредит на тридцать

лет (да и на один месяц по кредитной карте) в условиях неопределенности относительно покупательной способности денег, которые ему со временем будут возвращены.

Возникшую инфляцию крайне трудно обуздать, поскольку люди, ожидающие роста цен, будут вести себя так, что цены действительно вырастут. Если я предполагаю, что цены в следующем году будут на 10% выше, я стану требовать заключения контракта, по условиям которого заемщик выплатит мне на 10% больше. Мой работодатель, в свою очередь, повысит на 10% цены на выпускаемый компанией продукт, и т. д. Инфляционные ожидания создают порочный цикл, который чрезвычайно трудно разорвать. Премьер-министр Китая Вэнь Цзябао сравнил инфляцию с тигром: если он вырвался из клетки, загнать его обратно очень сложно. А Карл Отто Похл, бывший президент Deutsche Bundesbank, немецкого федерального банка, описал борьбу с инфляцией как попытку затолкать зубную пасту обратно в тюбик [15]. Какая бы из этих метафор ни пришлась вам по душе — с тигром или зубной пастой, — факт остается фактом. С инфляцией дело обстоит так же, как и со многими другими жизненными проблемами: лучше постараться избежать ее изначально, чем потом с ней бороться.

Так что давайте сразу договоримся: скромная инфляция — это неудобство, а сильная вредит экономике весьма существенно. Если бы нам с вами понадобилось емко, как для наклейки на бампер, сформулировать эту идею, мы написали бы нечто вроде: «Ненавижу подлецов — и инфляцию». Но именно в этом месте кредитно-денежная политика не поддается нормальной человеческой логике, а мы с вами подходим ко второму любопытному недостатку в рассуждениях: инфляция, может, и отвратительна, но дефляция еще хуже. Безусловно, подорожание второго бокала пива на 50 миллиардов долларов за то время, пока был выпит первый, сильно раздражает. А если бы цена пива неуклонно снижалась? Разве это не хорошая новость? Оказывается, вовсе не обязательно. Если цена на пиво падает из-за общего снижения уровня цен, ваша зарплата, по всей вероятности, также уменьшается. Падение доходов при падении цен, конечно, не проблема — равно как и рост доходов, сопровождающийся ростом цен, — но только если не учитывать одной весьма важной детали: долги-то наши, как правило, фиксированные (например, ваш ежемесячный платеж по ипотеке составляет 2153,21 доллара). Так что позвольте прервать ваши приятные мечты о снижающихся ценах на пиво и предложить поразмышлять о менее привлекательной черед

событий. Вы меньше зарабатываете, ваш дом меньше стоит, другие ваши активы обесцениваются — а вам по-прежнему приходится каждый месяц относить в банк прежнюю сумму.

Фактически реальная стоимость вашего долга растет, потому что доллары, которые вы в итоге отдадите, будут стоить больше, чем те, что вы занимали. А это уже верный рецепт финансового краха. Когда достаточное количество домохозяйств оказываются в тяжелом финансовом положении и не могут выплачивать ипотечные кредиты, у банков начинаются проблемы, что сокращает возможности для кредитования платежеспособного бизнеса, делая его, соответственно, менее платежеспособным. Чтобы сводить концы с концами, все начинают продавать активы и в результате цены на них снижаются (как произошло с жилой недвижимостью во время финансового кризиса 2008 года). Экономический пожар распространяется на все большее число домохозяйств, компаний и финансовых институтов. К этому моменту падение цены на пиво становится уж очень слабым утешением, а на самом деле даже усугубляет проблему. Если цены на пиво стремительно снижаются, вы, скорее всего, предложите друзьям пойти в бар не на этой, а на следующей неделе. Владелец бара, видя, что в заведении стало меньше посетителей, снизит цены на пиво еще, внося свой вклад в общую дефляцию. Начиная с 1989 года Япония страдала от вызванного дефляцией экономического недуга, который впоследствии окрестили «потерянным десятилетием». Как следует из названия, в этой незавидной ситуации страна пребывала довольно долгое время.

В знаменитой работе 1933 года экономист Ирвинг Фишер, основываясь на своих наблюдениях Великой депрессии, описал такое явление, как «дефляционно-долговая спираль». (Тогда, в период между 1930–1932 годами, цены в США упали на 30% [16].) Фишер предупреждал о порочном круге, в котором одни финансовые трудности порождают другие, превращая незначительный экономический спад в депрессию. Он писал: «Чем больше кренится экономическая лодка, тем сильнее тенденция к еще большему крену». Краткое изложение симптомов, которые Фишер связывает с возникновением дефляционно-долговой спирали, читается так, будто Стивен Кинг решил попробовать свои силы в текстах экономической тематики: «Продажи по крайне низким ценам, падение цен на активы, повышение реальных процентных ставок, увеличение продаж по крайне низким ценам, снижение скорости обращения денег, уменьшение чистой стоимости, рост числа банкротств, осада банков толпами вкладчиков, желающих забрать свои деньги, ограничение

кредитования, искусственное снижение банками стоимости активов, растущее недоверие и всеобщая тенденция к накоплению» [17]. Не хватает только зомби с цепной пилой, верно?

Падение цен может заблокировать меру, которая нередко позволяет решить проблему обычных экономических спадов. В слабой экономике процентные ставки, как правило, снижаются из-за уменьшения спроса на кредиты: борющиеся за выживание компании и домохозяйства менее склонны заимствовать средства для расширения бизнеса или покупки больших домов. Но в условиях несильного экономического спада снижение процентных ставок становится естественным антидотом. Поскольку кредиты дешевеют, домохозяйства начинают все активнее покупать дорогостоящие товары: автомобили, стиральные машины и даже дома. А компаниям выгоднее в это время расширяться и инвестировать. Эти новые инвестиции и покупки и помогают оздоровить экономику.

Дефляция же сводит на нет действие этого естественного противоядия, повышая истинную стоимость заимствования, то есть реальную процентную ставку. Если банк рекламирует кредиты под 1%, а цены при этом *падают* на 5% в год, реальная процентная ставка составляет 6%. Да, банк действительно возьмет с вас за аренду капитала на год плату в 1%, но покупательная способность каждого доллара, который вы ему потом отдадите, будет на 5% больше, чем у заимствованных вами долларов. В реальном выражении это довольно дорогой кредит, особенно если экономика в целом переживает не лучшие времена.

Почему бы банкам просто не корректировать номинальные ставки с учетом падения цен, как они это делают с поправкой на инфляцию? Почему бы банку не рекламировать процентную ставку в 4% со знаком минус? Из-за дефляции возвращаемые вами деньги по-прежнему имели бы большую покупательную способность, чем те, которые вы занимали, а это означало бы прибыль в реальном выражении. Вам ведь только что весьма подробно объяснили, почему важны именно реальные цифры. И вот вы видите на витрине банка рекламное объявление: **узнайте больше о наших кредитах с отрицательной процентной ставкой!**

Увы, тут есть одна проблемка: номинальные процентные ставки почти никогда не бывают отрицательными. Чтобы проиллюстрировать это явление, давайте представим, что вы многообещающий молодой банкир

и предлагаете, казалось бы, умную идею отрицательных номинальных процентных ставок своему боссу, главе отдела кредитования JP Morgan\*.

**Вы.** Цены действительно снижаются на 5% в год, но если мы установим номинальные ставки на уровне отрицательных 4%, реальная ставка будет всего 1%, и некоторые из наших клиентов, скорее всего, опять начнут брать у нас займы.

**Босс.** А вы, собственно, кто?

**Вы.** Я сотрудник банка, сижу в кабинке прямо напротив вашего кабинета.

**Босс.** Если я правильно понимаю, вы советуете нам дать кому-то займы миллион долларов под минус 4%? Чтобы в итоге клиент вернул нам меньше, чем мы ему одолжили?

**Вы.** Ну да! Ведь из-за нынешней дефляции покупательная способность денег, которые он потом выплатит, будет на 5% больше! В реальном выражении мы все равно будем иметь положительную доходность по этому кредиту!

**Босс.** Итак, вы советуете мне одолжить кому-то миллион долларов при условии, что через год он вернет 960 тысяч долларов?

**Вы.** Да! В реальном выражении мы все равно останемся в выигрыше.

**Босс.** Ладно, Эйнштейн, а не лучше ли просто оставить этот миллион в нашем хранилище? Тогда к концу года у нас будет весь миллион, а не 960 тысяч долларов.

**Вы.** Хм... действительно.

**Босс.** Миллион ведь больше, чем 960 тысяч?

**Вы.** Ну да, больше.

**Босс.** Так какой же болван станет выдавать кредиты и ждать, пока заемщики отдадут меньшую сумму, чем брали, если можно заработать больше, абсолютно ничего не делая?

---

\* После финансового кризиса 2008 года имели место случаи, когда номинальные процентные ставки становились отрицательными. В частности, тогда некоторые банки начали взимать небольшую плату за крупные депозиты. В результате вкладчики получали обратно меньше, чем приносили в банк — вот вам и отрицательная номинальная процентная ставка. На практике это напоминало плату за хранение, поскольку после 2008 года, в период экономических потрясений и неопределенности, у богатых вкладчиков было не слишком много других вариантов для безопасного хранения значительных сумм денег.



Этот разговор можно продолжить, но, думаю, не стоит, так как вам наверняка предложат в кратчайшие сроки освободить рабочее место и отправят к сотруднику отдела персонала обсудить условия увольнения.

Эффект дефляции на реальные процентные ставки создает затруднения и для кредитно-денежной политики. Теоретически, когда экономика работает ниже своего потенциала, центральный банк, скажем ФРС, может нажать на экономическую педаль газа путем манипуляций с денежной массой и таким образом снизить процентные ставки. Однако тут центральные банки сталкиваются с той же дилеммой, что и коммерческие в связи с падением цен: номинальные ставки не могут быть отрицательными. По терминологии центральных банков это называется «нулевым пределом». При дефляции 4% в год даже нулевая номинальная ставка приведет в результате к реальной ставке в 4%, что, как правило, будет означать слишком высокую стоимость заимствования в период серьезных экономических проблем. Иными словами, дефляция ограничивает способность центрального банка нажимать на педаль акселератора, причем именно тогда, когда экономика нуждается в этом больше всего.

И наконец, последний недостаток: раздача бумажек, не имеющих внутренней стоимости, способна существенно повлиять на реальную экономическую активность. Можем ли мы сделать всех американцев богаче в долгосрочной перспективе, приписав ноль на каждой долларовой банкноте? Конечно же нет. Но в краткосрочной перспективе все гораздо интереснее. Рассмотрим для начала результаты знаменитого эксперимента с бекситтерами. В 1977 году журнал *Journal of Money, Credit and Banking* опубликовал статью, в которой рассказывалось о кооперативе приходящих нянь в Вашингтоне. Члены кооператива обменялись друг с другом рабочим временем путем обмена специальными купонами [18]. Каждый такой купон «стоил» полтора часа работы приходящей няни — никакой другой ценности он не имел. (Насколько я знаю, это были просто симпатичные листы бумаги.) В определенный момент по техническим причинам, изложенным в вышеупомянутой статье, количество купонов в кооперативе начало уменьшаться. (Предложение денег снизилось.) Но что еще важнее, семьи-работодатели стали придерживать дефицитные купоны, опасаясь, что в будущем их окажется недостаточно для найма бекситтера в особо важных случаях. (Скорость обращения тоже падала.) Это, понятно, еще сильнее усугубило проблему.

Как позже пояснил экономист Пол Кругман в другой статье для журнала *Slate*, люди накапливали купоны в ожидании будущих потребностей [19].

Но все не могут копить что-то одно одновременно. (С чьими детьми будут сидеть бебиситтеры, если все придерживают купоны?) Кругман объясняет: «В результате большинство родителей старались пополнить свои запасы купонов на услуги приходящих нянь, по возможности приглядывая за детьми самостоятельно и отказываясь уходить из дома. Но решение одной пары куда-нибудь сходить означает шанс для кого-то другого предложить свои услуги — в результате няням стало трудно зарабатывать купоны. Осознав это, родители начали еще неохотнее использовать свои резервы купонов, прибегая к услугам нянь только в особых случаях и, следовательно, еще больше ограничивая их возможность заработать». Кооператив бебиситтеров столкнулся с явлением, эквивалентным спаду деловой активности. Если же говорить об экономике в целом, рациональная реакция одной семьи на слабеющую экономику (более редкие походы в ресторан, отсрочка покупки нового автомобиля и тому подобное) усугубляет экономические проблемы, поскольку рестораны и автодилеры вынуждены увольнять сотрудников, которые, в свою очередь, начинают тратить меньше денег и, следовательно, способствуют дальнейшему распространению болезни экономики. Так же, как в кооперативе бебиситтеров бережливость одного человека снижает доход другого — явление, ставшее популярным благодаря выдающемуся экономисту XX века Джону Мейнardu Кейнсу и известное как «парадокс бережливости».

Кооператив приходящих нянь из Вашингтона привлек к себе внимание тем, что ему удалось найти простое решение проблемы — выдавать больше купонов. По словам Кругмана, как только они начали это делать, родители с большей готовностью стали уходить из дома, оставляя детей на нянь, в результате чего возможности последних существенно расширились, и все были довольны. Помните, мы говорили о щелчках кнопок на компьютерной клавиатуре, посредством которых ФРС создает ранее не существовавшие деньги? С точки зрения намерений и целей Федеральная резервная система таким образом решает проблемы, весьма похожие на историю кооператива бебиситтеров. Конечно, ФРС не раздает деньги. Для снижения процентных ставок и вливания ликвидности в систему центральный банк использует кредитно-денежную политику (об этом мы подробнее поговорим в главе 5). И все же вас не может не поразить этот весьма странный факт: повышение доступности бумажек без внутренней стоимости — будь то купон кооператива приходящих нянь или доллары для крупнейшей экономики мира — существенно меняет поведение людей.

Таким образом, все вышесказанное приводит нас к интересному парадоксу, связанному с современными деньгами. Получается, что американский доллар — наихудшая из возможных форма денег. Он не имеет внутренней стоимости и по природе недефицитен. Нет никаких физических ограничений ни в скорости, ни в степени, в которой он может обесцениться. История полна примеров того, как правительства, когда позволяют бумажные деньги, начинают действовать не наилучшим образом. Взять хотя бы случай с Джорджем Вашингтоном и Континентальным конгрессом. (В период американской революции мятежные колонии печатали собственные бумажные деньги, континентальные. Со временем они настолько обесценились, что в лексикон вошло выражение *not worth a continental*\*.) Даже успешно решивший проблему вашингтонский кооператив приходящих нянь впоследствии пострадал от инфляции: переизбыток купонов привел к нехватке бекситтеров, потому что слишком много людей хотели их нанять [20].

Как ни странно, доллар США можно считать и наилучшей формой денег. Он широко распространен и характеризуется предсказуемой покупательной способностью относительно широкой корзины товаров. С этой точки зрения доллар лучше золота или серебра (или консервированной скумбрии), потому что менее подвержен колебаниям стоимости, особенно дефляции. Ответственный центральный банк может увеличивать предложение денег любыми темпами, обеспечивая ценовую стабильность. Во времена экономических трудностей нужное число щелчков по компьютерной клавиатуре в нужный момент позволяет сохранить рабочие места и повысить доходы населения.

Конечно, определение нужного количества щелчков в нужное время сопряжено с немалыми трудностями. Фидуциарные деньги потенциально либо намного лучше, либо намного хуже товарных. В нестареющей экономической классике «Златовласка и три банкира» Зимбабве безрассудно штампует новые деньги и гробит экономику страны стремительной инфляцией, а Япония на протяжении двух десятилетий позволяет ценам дрейфовать вниз, из-за чего страдает от экономического кризиса. Златовласка же ищет управляющего центральным банком, способного установить именно такие цены, в которых нуждается экономика. Но оказывается, практически все, что касается назначения цен, гораздо сложнее, чем представляется поначалу.

---

\* Что в переводе на русский означает «гроша ломаного не стоит». *Прим. перев.*

Цент теперь не стоит и десятицентовика.

*Йоги Берра, американский бейсболист*

Дэн Дуган — государственный агент. Он трудится, оставаясь в тени, чтобы наши демократические институты работали лучше. Мало кто из американцев вообще знает о существовании такого вида деятельности. Данные, собираемые Дугом, засекречены; его источники анонимны. Журнал *Boston Globe*, проведя исследование призрачной сети Дугана, описал его так: «Госагент с массивным ноутбуком под мышкой, окруженный плотной завесой секретности» [1]. И все же именно благодаря деятельности Дэна и сотен его таких же анонимных коллег становятся возможными многие виды повседневной активности, которые мы в нашей рыночной экономике воспринимаем как должное. Однако в 2012 году завеса таинственности была практически сорвана. Детали этой истории до сих пор отрывочны, но, по данным расследования, проведенного *Globe*, частные охранники одного из розничных магазинов где-то в Бостоне заметили Дугана, который внимательно рассматривал женское белье (что составляло важную часть его работы). Охранников насторожило то, что Дуган «как-то уж слишком долго изучал сексуальные бюстгалтеры и трусики».

Подождите минуту. *Что-что* он делал?

Дэн Дуган работает ассистентом экономического подразделения Бюро статистики труда (BLS — Bureau of Labor Statistics), правительственного агентства, которое собирает данные и публикует индекс потребительских цен (ИПЦ), самый известный показатель инфляции в Америке [2]. Чтобы измерить инфляцию, BLS нужно знать, как меняются цены абсолютно на все, от услуг скорой ветеринарной помощи до пльзеньского пива. Для этого

правительство и нанимает сотни сотрудников вроде Дугана. И ему действительно приходится внимательно рассматривать в магазинах женское белье. Как пояснил другой ассистент BLS, «ты должен выворачивать одежду наизнанку... Соткана ткань или связана? Если на одной неделе в составе указано 20% хлопка, а на следующей — 30%, эти данные должны соответствовать действительности». Экономические ассистенты ежемесячно фиксируют цены примерно на 80 тысяч наименований продуктов, собирая информацию о ценах на конкретные товары и сравнивая их с данными, полученными во время предыдущего посещения магазина [3]. Возьмем, казалось бы, такой незамысловатый продукт, как сахар. «Существует органический белый, органический гранулированный, порошкообразный, пекарский, крупнокристаллический, жидкий, органический жидкий». А если говорить о сравнении цен в относительно долгосрочной перспективе, то даже сравнение яблок с яблоками, как правило, не дает идентичного результата. Его может дать только сравнение органических яблок с Фуджи с органическими яблоками с Фуджи» [4]. Да и такая вроде бы простая концепция, как «цена», тоже может быть довольно сложной. Например, что, если тот же самый товар по средам продается по специальной акционной цене или его можно приобрести дешевле в любой день недели по карте постоянного покупателя? Один сотрудник BLS, занимающийся проверкой цен, рассказывал, как ему однажды пришлось бежать за грузовиком по улицам Вашингтона, чтобы выяснить, включает ли цена (шесть долларов) конкретного сэндвича стоимость овощей [5].

Наилучший способ количественной оценки инфляции (или дефляции) — отслеживание в течение некоторого периода изменения цены определенной корзины взаимосвязанных продуктов. Возьмем, например, индекс рождественских цен (Christmas Price Index) американской финансовой корпорации PNC, который измеряет годовое изменение цен на подарки, описанные в старинной песенке «Двенадцать дней Рождества» (куропатка на грушевом дереве, две горлицы, три французские курицы и так далее) [6]. Скажем, в декабре 2014 года цена на полный комплект из 364 подарков (каждый пункт умножается на количество единиц, указанное в рождественской песенке) выросла всего на 1% по сравнению с декабрем 2013 года. Но не все товары и услуги в индексе рождественских цен подорожали на 1%. Цена на шесть несущих яйца гусынь подскочила на целый 71%. А вот цены на горлиц, дроздов и золотые кольца остались без изменений, так же как и на все услуги

(служанок с молоком, скачущих господ и всех остальных). Дело в том, что если вы купили в 2014-м «любви своей верной» весь пакет подарков, это обошлось вам всего на 1% дороже, чем в предыдущем году, что свидетельствует о весьма скромной инфляции.

Большинство из нас, конечно, не покупают под Рождество ни плавающих лебедей, ни скачущих господ. Индекс рождественских цен представляет собой шуточную вариацию ИПЦ, который делает то же самое с базовыми товарами и услугами, наиболее часто приобретаемыми американскими домохозяйствами. Каждый месяц Бюро статистики труда измеряет цены на 80 процентов товаров и услуг, и, насколько мне известно, скачущие господа в их число не входят. Но в связи с этим встает другой важный вопрос: если ИПЦ призван измерять и выражать одной цифрой влияние изменения цен на типичную американскую семью, то какие именно цены имеют значение? Так и тянет ответить, что все, но это может ввести нас в заблуждение. Повышение цены на молоко сказывается на большинстве американских потребителей сильнее, чем подорожание икры или камней для игры в керлинг. Кстати, я вообще не покупаю сигареты, кошачий корм и шары для боулинга, но при этом чаще, чем среднестатистический человек, покупаю мячи для гольфа, особенно когда не в форме и плохо играю. Как с этим быть?

Чтобы ИПЦ был актуальным и точным, необходимо определить корзину товаров, наиболее важных для большинства американских домохозяйств [7]. И вот тут Бюро статистики труда начинает довольно сильно смахивать на ЦРУ. Полевые агенты отправляют собранные ими по всей стране данные в штаб-квартиру, где их анализируют, выявляя значимые закономерности. В частности, статистики BLS используют сведения о расходах по репрезентативной выборке семей и определяют типичную продуктовую корзину типичного американского домохозяйства. В настоящее время она состоит более чем из двухсот категорий товаров и услуг, объединенных в восемь широких групп: продукты питания и безалкогольные напитки, жилье, одежда, отдых и прочее.

При расчете ИПЦ каждый элемент взвешивается исходя из его доли в продуктовой корзине. Так, если типичная семья тратит на курятину в три раза больше, чем на пармезан, то любое изменение цены на куриное мясо повлияет на индекс в три раза сильнее, чем изменение цены на дорогой сыр. (Кстати, в индексе рождественских цен вес годового изменения цены

на скачущих господ тоже в десять раз больше, чем изменение цены на куропатку на грушевом дереве, ибо, согласно песенке, ваша верная любовь посылает вам целых десять таких господ и только одну куропатку.) В США самая важная мера инфляции — индекс потребительских цен для всех типов городских потребителей (ИПЦ-Г), отображающий структуру затрат почти 88% американского населения [8]. Похожий индекс, ИПЦ-Р, оценивает потребительские цены для городских наемных работников и конторских служащих, которые составляют 32% населения. Как предполагают оба названия, эти индексы не учитывают сельских домохозяйств, чьи продуктовые корзины и модели совершения покупок заметно отличаются от корзин и моделей городских домохозяйств. Не учитывают эти индексы и региональных вариаций в структуре потребления и ценах. Бюро статистики труда предупреждает, что «индекс потребительских цен часто называют индексом прожиточного минимума, однако он существенно отличается от полной меры стоимости жизни».

И это очень важный момент. Одна из причин как можно точнее оценивать инфляцию — возможность должным образом корректировать социальные контракты и другие виды социальных программ, тем самым компенсируя колебания цен. Например, если цель американской программы социального обеспечения — предоставление льгот пенсионерам, постоянная покупательная способность которых не меняется в течение долгого времени, то при любом изменении цен в гипермаркете Shuffleboard Superstore цифры, полученные в ходе ежемесячных проверок, необходимо соответственно корректировать. Ссылка на Shuffleboard тут отнюдь не случайна. Если мы хотим измерить изменение цен с использованием репрезентативной продуктовой корзины, нам следует признать, что разные типы потребителей покупают разные наборы продуктов. «Закон о пожилых американцах» 1987 года (он действительно так называется) мотивировал Бюро статистики труда разработать экспериментальный индекс потребительских цен для пенсионеров, ИПЦ-П, который бы лучше отображал структуру потребления американцев старше 62 лет [9]. Известно, что пожилые люди часто получают скидки на разные продукты, от билетов в кинотеатры до авиабилетов. Но при этом они, как правило, больше тратят на медицинское обслуживание. (Экономист BLS не смог сказать наверняка, включено ли в ИПЦ или ИПЦ-П оборудование для игры в шаффлборд, которую так любят американские пенсионеры [10].) Так, с 1982 по 2011 год цены на товары, входящие в ИПЦ-П, росли

в среднем на 3,1 процента в год, то есть больше, чем товары из ИПЦ-Г (там рост составлял 2,9 процента), в значительной степени потому, что в этот период цены на здравоохранение увеличивались примерно вдвое быстрее, чем на другие товары и услуги [11].

Несмотря на все эти недостатки, ИПЦ-Г (далее мы будем называть его просто ИПЦ) представляет собой довольно точную оценку изменения цен на наиболее часто покупаемые нами продукты. В ходе развития наших моделей потребления меняются и продуктовые корзины, используемые для расчета ИПЦ. Устаревшие пункты выбрасываются, а новые добавляются. В 1935 году в корзину были включены автомобили, в 1964-м — кондиционеры, в 1998-м — мобильные телефоны [12]. А вот пишущие машинки из продуктовой корзины типичного потребителя постепенно исчезли. Кстати, упоминание о мобильных телефонах (как и о телевизорах, компьютерах и автомобилях) подводит нас к еще одной методологической сложности: да, цены меняются, но и продукты со временем усовершенствуются и становятся лучше, быстрее, компактнее и безопаснее. Мой нынешний iPhone позволяет смотреть Netflix через Wi-Fi, тогда как мой телефон десятилетней давности был в пять раз больше и был предназначен только для входящих и исходящих звонков (причем на прием работал довольно скверно). Между тем телефон, которым я пользовался в начале своей жизни, отличался практически идеальным качеством звука. Я прожил первые 25 лет, ни разу не произнеся фразу «А сейчас меня слышно?». К сожалению, он был надежно прикреплен к стене, и отойти от него можно было только на длину шнура. Как пишет Economist, «ваши хлопчатобумажные рубашки не мнутся. Ваша сушилка для одежды достаточно умна, чтобы автоматически отключиться, почувствовав, что носки уже высохли; а ваш телевизор позволяет одновременно смотреть два разных канала. Все эти новшества, конечно, улучшают нашу жизнь, но вот насколько именно?» [13].

Здесь мы приблизились к той части, где оценка изменений цен становится не только наукой, но и искусством. Мы знаем, что телевизор, выпущенный в 2015-м, отличается от телевизора 2005 года; то же самое касается и автомобиля Toyota Camry. Так что в связи с любым индексом цен будет уместен вопрос: какое конкретно повышение цен на тот или иной товар компенсирует повышение его качества? Теоретически, если автомобиль на 7% дороже и при этом на 7% лучше (более безопасен, надежен, удобен), то фактически



цена на него не повысилась. Как количественно определить, насколько именно улучшился автомобиль, будучи оснащенный АБС и аудиоконтролем на рулевом колесе? Именно на эти вопросы отвечают около сорока специалистов, сидящих, согласно описанию Wall Street Journal, «в лабиринте рабочих кабинок с бежевыми стенами Бюро статистики труда».

Чтобы разбить цену изучаемого товара на составные части — память, скорость, функциональность, долговечность и другие, — аналитики используют так называемую гедоническую\* модель оценки [14]. Если ее применение показывает, что новая модель тостера на 20% лучше и стоит на 20% дороже, чем предыдущая, такое повышение цены при измерении инфляции не учитывается. Усовершенствованный тостер, по сути, рассматривается как новый продукт с новой ценой, а не как старый продукт по более высокой цене. Например, аналитики BLS определили, что величина изменений уровня качества выборки новых автомобилей отечественного производства в 2015 году составила 45,78 доллара — не 43 и не 51, а именно 45,78. Значит, американские автомобили, выпущенные в 2015 году, на 45,78 доллара лучше, чем соответствующие модели 2014-го. Автодилерам позволено делать небольшую наценку на это улучшение качества, следовательно, при расчете инфляции нужно просто вычесть 48,39 доллара из суммы, на которую выросла за год цена интересующей вас модели [15].

В гедонической модели оценки, как и в любом другом статистическом процессе, всегда существует вероятность перепутать тщательность с точностью. Статистики делают все возможное для учета изменения качества при измерении цены, но в конечном счете вдумчивое оценочное суждение важно не меньше, чем правильность математических подсчетов. Чиновникам нужно измерить не только то, стоили ли скачущие господа в этом году больше, чем в прошлом, но и то, стали ли они лучше танцевать. И все же даже базовая методология оценки инфляции имеет смысл. Современная экономика зависит от надежности денег, а та, в свою очередь, от максимально точного измерения изменения цен.

Звучит вроде бы просто, верно? Тогда рассмотрим внешне мудреный вопрос, который на поверку имеет огромные политические и финансовые последствия: как потребители ревизуют свою продуктовую корзину в ответ на изменение цен? Сделать это нам поможет пример. Предположим, из-за

---

\* Гедоника — наука о приятных и неприятных ощущениях; гедонический индекс цен исчисляется с учетом изменения качества продукции. *Прим. ред.*

заморозков в южной Флориде резко подскочила цена на цитрусовые. Цена апельсинового сока и сопутствующих товаров, очевидно, также поднимется. Но при этом случится нечто еще не менее значимое: из-за подорожания большинство людей станут потреблять меньше апельсинового сока (и других цитрусовых). Как это отразится на оценке инфляции?

Если наша цель — отследить изменения стоимости жизни (прожиточного минимума), то мы, очевидно, должны измерять изменения не только в ценах, но и в структурах потребления в результате их повышения или понижения. Если вещи, которые я обычно покупаю, дорожают, сумма в моем чеке социального обеспечения должна увеличиться, но этот рост отчасти будет компенсирован тем, что я начну покупать меньше подорожавших продуктов — скажем, перейду с апельсинов на бананы. Не учтя такого изменения моего покупательского поведения, специалисты завьисят истинное повышение стоимости жизни. Возможно, вам доводилось слышать, как люди на вечеринке или спортивном мероприятии жалуются на явление под названием «погрешность на замещение потребления». Ну ладно, может, и не доводилось. (Тогда попробуйте исследовать другие социальные среды.)

Ботанам\* из Бюро статистики труда приходится учитывать и эту погрешность. В 2002 году Бюро предложило так называемый цепной индекс потребительских цен для всех городских потребителей (ЦИПЦ-Г), описав его ни много ни мало как «новый дополнительный показатель инфляции». Подобно тому как по выборке потребительского поведения можно определить конкретную продуктовую корзину, можно также исследовать, как потребители заменяют те или иные продукты при изменении на них цен. Если потребители реагируют на повышение цен отказом от какого-то продукта (или снижением его потребления), его доля в корзине товаров, соответственно, уменьшается (а доля продукта, которым они заменяют выбывший, напротив, увеличивается). При детальном рассмотрении эта задача не проще решаемых в ракетостроении, но интуитивно все вполне понятно: когда цена на яблоки растёт, люди покупают меньше яблок, что минимизирует инфляционный эффект их подорожания. Как и следовало ожидать, учитывая данную методологию, ЦИПЦ-Г обычно даёт более низкий показатель инфляции, чем традиционный ИПЦ. Так,

---

\* Как автор книги «Голая статистика», посвященной могуществу и важности статистики, я использую это слово в исключительно позитивном смысле.

с 1999 по 2014 год среднегодовое повышение цен по традиционному ИПЦ составляло 2,33%, а по цепному — всего 2,08% [16]. Но, что, безусловно, важнее, цепной ИПЦ более точно отражает изменения стоимости жизни, нежели традиционный [17].

Примерно такие темы обсуждают аналитики в кабинетах без окон Министерства труда США. Формально все так и есть. Но эти, казалось бы, научные методологические вопросы порождают яростные дебаты в Конгрессе. Почему? Да потому, что на кону стоят сотни миллиардов долларов. Некоторые крупнейшие позиции федерального бюджета — это социальные программы, предполагающие выплату пособий с автоматической корректировкой показателя прожиточного минимума (или стоимости жизни). Если правительство обещает выплачивать получателям социального страхования или ветеранам 1750 долларов в месяц, цель данной программы — удержать покупательную способность этого пособия на одном и том же уровне в течение долгого времени. Если мы занижаем истинный уровень инфляции, то бенефициары государственных программ будут обмануты. Если завышаем, то налогоплательщикам приходится оплачивать все более щедрые социальные программы, вместо того чтобы просто компенсировать их получателям рост цен на основные продукты.

Нечто подобное происходит и в налоговой сфере. В США используется прогрессивный подоходный налог, а это означает, что люди с более высокими доходами платят более высокую ставку налога, чем те, кто зарабатывает меньше (например, 33% против 28). Достоинства этой системы мы обсудим как-нибудь в другой раз, а сейчас нам следует согласиться с тем, что семья, доход которой вырос со 100 000 до 110 000 долларов только из-за инфляции, не должна платить более высокую ставку налога. С точки зрения покупательной способности эти люди не стали богаче, и налоговая система должна это понимать. В результате ступени подоходного налога индексируются с учетом инфляции, чтобы предотвратить переход домохозяйств в группу доходов, подлежащих обложению по более высоким ставкам, потому что цифры в их зарплатных ведомостях увеличились, а реальная стоимость зарплат не выросла. Каждый год ступени подоходного налога корректируются таким образом, чтобы, когда мы перелагаем налоговое бремя на богатых, в эту категорию не попадали люди, которые только кажутся таковыми из-за изменения цен. В 2013 году физические лица выплатили Внутренней налоговой службе США 39,6% с любого дохода свыше 400 тысяч долларов, а в 2014-м

налоговые сетки были откорректированы с поправкой на инфляцию, в результате чего по повышенной ставке начали облагать тех, кто заработал более 406 750 долларов [18].

Для кого это важно? Ну, если бы мы индексировали ступени подоходного налога способом, завывшающим инфляцию, то Ким Кардашян платила бы подоходный налог меньше, чем положено по закону. (Уморив вас до зевоты описанием деятельности BLS, а затем перейдя к Внутренней налоговой службе, я просто обязан был упомянуть кого-нибудь вроде Ким Кардашян.) Одно дело — корректировать налоги и бюджетные зарплаты с поправкой на инфляцию, и совсем другое — делать это неправильно, то есть способом, обходящимся правительству в шокирующие суммы. В далеком 1995-м, через год после рождения Джастина Бибера, Сенат США собрал группу выдающихся экономистов, чтобы те оценили точность, с которой BLS измеряет уровень инфляции. Так вот, эта так называемая Комиссия Боскина\* пришла к выводу, что ИПЦ систематически завывшал изменения стоимости жизни на 1,1 процентного пункта в год. Вы можете посчитать это ничтожной погрешностью, но это не так. Комиссия указала, что данная тенденция к завывшению в ИПЦ больше ответственна за увеличение государственных расходов, чем любая федеральная программа, не связанная с социальным обеспечением, здравоохранением и обороной, и что без принятия должных мер этот, на первый взгляд, жалкий методологический просчет в период с 1996 по 2008 год увеличит национальный долг США на триллион долларов.

Комиссия Боскина выявила ряд неточностей в результате статических допущений относительно того, где и как потребители совершают покупки. В отчете Комиссии отмечалось: «Сила ИПЦ заключается в базовой простоте следующей концепции: установление цены на фиксированную (но репрезентативную) рыночную корзину товаров и услуг в течение продолжительного периода. Слабость проистекает из той же концепции: с течением времени, по мере того как потребители реагируют на изменения цен и новые варианты выбора, эта “фиксированная корзина” становится все менее и менее репрезентативной» [19]. Потребители, как правило, реагируют на рост цен тремя способами, причем каждый из них не учитывался

---

\* Официальное название — Консультативный совет США по изучению индекса потребительских цен; возглавлял его экономист из Стэнфордского университета Майкл Боскин.

в ИПЦ в полной мере. Во-первых, они ищут места, где можно купить нужный продукт по более низкой цене. (Это было особенно важно, потому что доклад Комиссии Боскина совпал с массовым распространением магазинов-складов и супермаркетов.) Во-вторых, заменяют одни продукты другими (скажем, покупают бананы вместо яблок). В-третьих, заменяют продукты в рамках одной продуктовой категории (яблоки Gala на яблоки Red Delicious). В то же время ИПЦ подвергся резкой критике за недооценку такого фактора, как повышение качества продуктов (например, большинство предметов домашнего обихода стали более долговечными и надежными), и существенное запаздывание с пополнением индекса новыми продуктами. Я уже говорил, что мобильные телефоны были добавлены в ИПЦ в 1998 году, но не упомянул о том, что к тому времени в стране уже насчитывалось 55 миллионов абонентов мобильной связи, а стоимость самого мобильного телефона и его обслуживания снизилась по сравнению с предыдущим десятилетием на 51% [20]. Чем больше времени уходит на включение нового продукта в статистическую потребительскую корзину, тем меньше снижение его цены будет отражено в расширенном ИПЦ.

Бюро статистики труда учло замечания Комиссии Боскина и внесло многочисленные методологические изменения. (Одним из них было более широкое применение гедонической модели оценки для измерения изменения качества продуктов.) Кроме того, BLS стало публиковать ЦИПЦ-Г, который более полно учитывает эффект замещения, как отмечалось ранее. Однако цепной ИПЦ так и не начали использовать для индексации федеральных налогов и льгот — проблема, неожиданно всплывшая во время недавних переговоров по бюджету. В 2010 году Комиссия по сокращению дефицита бюджета Симпсона — Боулза, как и целевая рабочая группа по сокращению задолженности США, возглавляемая бывшим сенатором Питом Доменичем и экспертом по вопросам бюджета Эллис Ривлин, рекомендовала федеральному правительству перейти на цепной ИПЦ. С момента введения ЦИПЦ-Г вырос в среднем на 0,3% меньше, чем традиционный ИПЦ. Перефразируя слова Эверетта Дирксена\*, 0,3% сюда, 0,3% туда — так скоро и о больших деньгах речь пойдет. Мне лично кажется, что 220 миллиардов долларов — большие деньги. А именно в такую сумму

---

\* Сенатору Эверетту Дирксену часто приписывают слова: «Миллиард сюда, миллиард туда — так скоро и о больших деньгах речь пойдет». Но документально то, что это сказал именно он, не подтверждено.

Бюджетное управление Конгресса США оценило экономию за десять лет при условии перехода федерального правительства на ЦИПЦ-Г при расчете увеличения стоимости жизни [21]\*.

Конечно, 220 миллиардов долларов в виде пособий, которые люди никогда не получают, — факт, породивший бурные дебаты по поводу того, следует ли это вообще считать сокращением льгот в рамках программы социального обеспечения. Обе стороны спора выдвигают вполне логичные аргументы. Да, если государственные пособия индексировать с использованием цепного ИПЦ, они будут расти медленнее. Это, безусловно, сокращение. Но оно вполне согласуется с исходной целью данной программы — скорректировать суммы государственных пособий с учетом реального увеличения стоимости жизни. С точки зрения фискальных ястребов\*\*, это сродни опечатке, допущенной в формуле для расчета государственных выплат несколько десятилетий назад, в результате чего каждый бенефициар с тех пор получал больше, чем должен. Изменение корректировки стоимости жизни — это не сокращение выплат, а коррекция. Если выплачиваемых вследствие таких корректировок пособий и льгот недостаточно, программы необходимо реформировать напрямую, а не раздувая пособия посредством приблизительных поправок на рост прожиточного минимума. Многие группы, выступающие за принятие ЦИПЦ-Г, призывают также пересмотреть программы государственных пособий, чтобы компенсировать любые необоснованные трудности.

Достаточно сказать, что в дебатах пенсионеров на американских кортах для игры в шаффлборд нюанс стоимости жизни часто упускается. Чек на меньшую сумму — это чек на меньшую сумму. Как пишет член Комиссии Боскина экономист Роберт Гордон, «предположение, что эта систематическая ошибка привела к чрезмерному росту пособий по программе социального обеспечения и других льгот, спровоцировало резкую и изобличающую политическую реакцию. Американская ассоциация пенсионеров разослала своих лоббистов, и те начали снова по коридорам Конгресса, окатывая холодной водой сенаторов и членов палаты представителей, которые

---

\* Эта экономия со временем растет, потому что рассчитывается по методу начисления сложных процентов — сверх меньших повышений начисляются меньшие повышения.

\*\* На американском сленге чиновники, уделяющие особое внимание контролю бюджетных расходов. *Прим. перев.*

первоначально поддерживали идею сокращения дефицита бюджета путем корректировки формулы индексации на определенную долю оценки этой ошибки, предложенную Комиссией [22]».

Я описал ИПЦ как своего рода спидометр для измерения покупательной способности доллара. И теперь мы знаем, что идеального мерила изменения цен не существует, поэтому правильнее будет сказать, что есть нечто вроде приборной панели инструментов, которую можно использовать для измерения инфляции или дефляции, включая разные вариации ИПЦ. С одной стороны, эти индексы, судя по всему, весьма точно коррелируют. Даже шуточный индекс рождественских цен на протяжении целого ряда десятилетий довольно точно соответствовал ИПЦ. Начиная с 1984 года, когда экономист PNC придумал этот ловкий маркетинговый прием, индекс рождественских цен вырос на 118%, а ИПЦ — на 127%. Среднегодовой прирост цен за эти годы по обоим индексам составляет 2,8%. С другой стороны, даже доля процентного пункта в долгосрочном периоде может иметь огромный эффект, так что мы вряд ли когда-нибудь будем корректировать льготы ветеранов с использованием индекса рождественских цен.

Так какой показатель инфляции лучший? Обычно это зависит от того, кто спрашивает и почему его это интересует. Например, ФРС уделяет особое внимание «базовой инфляции» (раньше ее называли инфляционным ядром) — показателю изменения цен, который не включает волатильные категории товаров, например продукты питания и энергоносители. И то верно: кому нужны бензин и еда? (Как было элегантно сказано в заголовке одной статьи New York Times, «Если вы не едите и не водите машину, инфляция для вас не проблема».) Впрочем, учитывая миссию ФРС — обеспечивать ценовую стабильность, — базовая инфляция действительно представляет собой один из важнейших приборов на вышеупомянутой приборной панели. Пищевая и энергетическая отрасли подвержены таким шокам, как плохой урожай на Среднем Западе или неожиданно перекрытый газопровод, но ни то ни другое не репрезентативно для изменения цен в экономике в целом. Если цель — выявлять системные изменения цен в масштабах всей экономики, в частности взаимосвязь между процентными ставками и ценами, скачок цены на нефть, вызванный уязвленным самолюбием президента, скорее всего, затуманит, а не прояснит общую картину. По мнению чиновников из Федерального резервного банка Сан-Франциско, хотя цены на [продукты

питания и энергоносители] часто растут или снижаются быстрыми темпами, эти ценовые колебания не всегда связаны с изменением тренда общего ценового уровня в экономике. Напротив, изменение цен на продукты питания и энергоносители нередко обусловлено временными факторами, которые могут впоследствии измениться в прямо противоположную сторону [23]. Подумайте об этом, как о ситуации, когда вы жмете на тормоз, проезжая по трассе мимо полицейского автомобиля: да, вы едете медленнее, но это вовсе не отображает типичного для вас стиля вождения\*.

Economist разработал индекс McFlation, в котором используются колебания в цене Big Mac в разных странах, — простой, не требующий сложных расчетов способ учета изменений на более широком ценовом уровне. Big Mac одинаков во всех странах, каждый бутерброд включает в себя одну и ту же продуктовую корзину: говядина (кроме Индии), пшеничный хлеб, аренда помещения, заработная плата персонала, соленья, специальный соус и прочее. Как же меняется цена на Big Mac с течением времени относительно официальной статистики по инфляции? Именно последняя оговорка — «относительно официальной статистики по инфляции» — делает индекс McFlation чем-то большим, чем просто курьез. Хотя США, по всей вероятности, вряд ли начнут использовать цену Big Mac для индексации размера пособий по социальному обеспечению, этот простой инструмент — хороший способ выявить случаи фальсификации финансовых результатов другими странами. Взять хотя бы Аргентину, где «гамбургерная» инфляция в период между 2000 и 2010 годами составляла 19% в год, а официальный уровень инфляции — всего 10% [24]. Зачем вообще фальсифицировать официальную статистику? Дело в том, что правительства часто обещают различные корректировки стоимости жизни или, как в случае с Аргентиной, процентные ставки по государственному долгу, которые повышаются вместе с инфляцией (чтобы обеспечить инвесторам фиксированную реальную норму прибыли). Один из способов минимизировать эти издержки — исказить официальные показатели инфляции. А индекс McFlation стал четким сигналом вероломства аргентинского правительства. В 2013 году Международный валютный фонд официально осудил

---

\* PNC Bank предлагает также Базовый индекс рождественских цен, в который не входят лебеди — как правило, самый волатильный подарок из песенки «Двенадцать дней Рождества».



правительство этой страны за заведомо недостоверную отчетность по инфляционной статистике [25].

Еще один полезный индикатор на ценовой приборной панели — будущая инфляция. В конце концов, инвесторов, компании и профсоюзы больше заботят изменения цен в следующем году, нежели в прошлом. Сложность измерения будущего изменения цен заключается в том, что оно... еще не произошло. И пока Бюро статистики труда не нашло способа отправить ассистента экономического подразделения в будущее изучать женское белье, нам, чтобы выяснить, какие цены будут в 2020 году, явно не обойтись без хрустального магического шара. И в определенном смысле он у нас уже есть. Лучший прогноз цен на следующий год — анализ мнения людей на этот счет, то есть так называемая ожидаемая инфляция\*. Любой человек, заключающий соглашение, предусматривающее отсроченные платежи, отталкивается от определенных ожиданий относительно будущей инфляции. Когда Казначейство США продает облигации, по ним выплачивается конкретная годовая процентная ставка, скажем 3,2%, которая состоит из двух частей: реальной процентной ставки (дохода, получаемого держателем облигаций за предоставление денег правительству США) и дополнительной суммы, призванной компенсировать рост цен на протяжении срока займа (инфляционной премии). Но никто, глядя на номинальный процентный доход по десятилетней казначейской облигации, не сможет отделить эти две части друг от друга. Какая доля от этих 3,2% приходится на реальную процентную ставку, а какая — на ожидаемую инфляцию? Возможно, реальная процентная ставка составляет 3,2 процента, и инвесторы ожидают абсолютной ценовой стабильности. А может, реальная процентная ставка равна 2%, и инвесторы ожидают ежегодного роста цен на 1,2% в течение следующего десятилетия. Кто знает?

Мы. Благодаря казначейским облигациям, защищенным от инфляции (Treasury Inflation-Protected — TIPS), — простым, но мощным ценным бумагам, введенным правительством США в далеком 1996 году. По ним каждые полгода начисляется определенная фиксированная процентная ставка плюс поправка на инфляцию, измеряемая с помощью ИПЦ-Г. На момент написания этих строк текущая годовая доходность по TIPS с десятилетним сроком погашения составляла 0,34% без учета номинальной поправки на инфляцию.

---

\* Эти мнения иногда называют инфляционными ожиданиями.

В этом-то и прелесть: мы можем определить, как рынок оценивает будущую инфляцию, сравнив доходность по TIPS с доходностью обычных долгосрочных казначейских облигаций, которые с учетом инфляции не индексируются. Текущая доходность по обычным десятилетним казначейским облигациям составляет 1,93% [26]. Это говорит о том, что, по ожиданиям рынка, годовой уровень инфляции в течение следующих десяти лет будет 1,59% (1,93 минус 0,34%), потому что инвесторам все равно, будут ли они ежегодно иметь реальную доходность 0,34% плюс изменение ИПЦ-Г или номинальную ставку 1,93%. Как, вероятно, объяснил американской кантри-поп-исполнительнице Тейлор Свифт ее бизнес-менеджер, единственный случай, когда эти облигации можно считать совершенно одинаковыми, — если, согласно нашему предположению, ежегодный рост ИПЦ-Г составляет 1,59%. Инфляция (или дефляция) в следующем десятилетии практически наверняка будет отличаться от прогнозируемой сегодня рынками, тем не менее разница между ценами на обычные казначейские облигации и TIPS все равно дает наиболее точную картину текущих ожиданий.

На приборной панели инструментов, используемой статистиками и финансистами, несколько ценовых индексов, но я не буду описывать их все. Если вы осведомлены об основных методологических сложностях, неизменно сопровождающих оценку изменений цен — сбор нужных данных по искомому товару и их правильную корректировку с учетом качества продуктов и потребительского поведения, — то сможете определить сильные и слабые стороны разных индексов. Во всяком случае, никто не станет спорить с тем, что измерение изменения цен значительно сложнее, чем кажется поначалу. Следовательно, предположительно мы должны были бы согласиться с утверждением, что от совершенно стабильных цен, которые ни растут, ни падают, выиграют абсолютно все.

Правильно?

Нет, мой наивный читатель, неправильно. Нет, нет и нет. Так же, как эпидемия туберкулеза выгодна (как ни кошунственно это звучит) тем, кто торгует антибиотиками, инфляция хороша для одних, а дефляция — для других. Начнем с дефляции как наиболее шокирующей формы изменения цен. После описанного мной в предыдущей главе экономического ужасика в стиле Стивена Кинга, вызываемого падением цен, вряд ли кто-то решит, что она может быть кому-то полезной. Увы, может. Для людей, живущих

на фиксированный номинальный доход (как, например, японские пенсионеры), дефляция делает более платежеспособной каждую иену. Если цены падают на 10% в год, реальная стоимость пенсионного пособия растет на 10% в год. Выгодна дефляция и кредиторам — если, конечно, она неожиданная и заемщики способны погасить кредиты. Каждый возвращаемый доллар или иена в этом случае стоят больше, чем те, что были взяты в кредит. Экономисты в основном единодушны во мнении, что падение цен в целом вредно для экономики. Солидарны они и в том, что по логике дефляции вообще не должно быть, поскольку любая современная экономика располагает фидуциарными деньгами, которые при необходимости можно напечатать в любом количестве. Бен Бернанке однажды заметил, что проблему падения цен в Японии можно было бы без труда решить, сбрасывая деньги с вертолетов. (Это, конечно, метафора, а не план реальных действий.) Дефляция похожа на болезнь, которую можно вылечить, поедая пиццу и мороженое, устроившись перед телевизором на диване. Никто обычно не ожидает, что она будет мучить страну долгое время. Тем не менее вам еще предстоит прочитать целую главу о двадцатилетней борьбе Японии с дефляцией. Это кажущееся противоречие объясняется не только экономикой, но и политикой, потому что некоторым влиятельным политическим группам падение цен очень даже на руку.

Другие же люди, напротив, кровно заинтересованы в инфляции. Должникам нравятся растущие цены, потому что это снижает реальную стоимость их долгов. (Опять же, инфляция должна быть неожиданной, иначе ожидаемый рост цен был бы включен в номинальную стоимость кредита.) Как вы узнаете из главы 8, некоторые самые ожесточенные политические битвы в истории США велись именно в связи с ростом и падением цен. Возможно, вы смутно припоминаете из школьного курса истории кандидата в президенты США Уильяма Дженнингса Брайана, пропагандировавшего популистские идеи. В своей речи, произнесенной в 1896 году на Национальном съезде Демократической партии в Чикаго, он лихо заявил состоятельным людям Америки: «Вам не распять человечество на золотом кресте» [27]. Брайан ратовал за свободную чеканку серебряных монет в дополнение к золотому стандарту. Если отбросить металлургический аспект его идеи, Брайан выступал за увеличение денежной массы ради создания всплеска инфляции. Кому это было на руку? Фермерам с Запада, которых душили огромные долги. Кому такая идея пришла не по душе?

Банкирам с Востока, которые хотели, чтобы выданные кредиты возвращались в долларах, обеспеченных золотом, а не в обесценившихся деньгах, обеспеченных серебром. Во все времена существования кредиторов и должников — то есть очень издавна — первые старались защитить стоимость денег, а вторые — обесценить их.

Правительства, как правило, крупные заемщики. По этой причине инфляция им обычно выгодна, конечно, при условии, что их долги не индексируются с учетом роста цен. США заимствуют у остальных стран мира сотни миллиардов долларов. Один из основных иностранных кредиторов Америки — Китай: мы задолжали китайцам триллион долларов плюс минус пара миллиардов. Весьма деликатный момент — это те же доллары, которые ФРС может генерировать с помощью пары щелчков компьютерной мыши. Как мы обсудим в главе 12, опасность для наших китайских кредиторов заключается не в том, что США объявят дефолт по столь огромному долгу. Так мы никогда не поступим. Вместо этого Конгресс США, чтобы погасить долги, может приказать ФРС печатать новые доллары, тем самым обесценивая уже существующие, создавая значительную инфляцию и выполняя все обязательства перед китайскими кредиторами — хотя на самом деле выплачивая им гораздо меньше, чем занимали. Чем не дефолт, хоть это так и не называется?

Тот факт, что международные кредиторы готовы покупать государственные облигации США под крайне низкий процент (это косвенно предполагает, что вероятность обесценивания Штатами своих долгов посредством инфляции ничтожно мала), безусловно, говорит в пользу нашей страны. Таким государствам, как, например, Аргентина, подобная роскошь не светит. Одна из причин, по которым долг Аргентины индексируется с учетом инфляции (что, кстати, и привело к фиктивным статистическим данным об инфляции, о которых мы говорили ранее), заключается в том, что ее правительство печально прославилось своей безответственной кредитно-денежной политикой, вплоть до гиперинфляции. Это подводит нас к ответу на вопрос, которым вы могли задаться, читая две первые главы: почему Зимбабве и многие другие страны — в том числе Веймарская республика, Бразилия, Аргентина — сами себе навязывают гиперинфляцию?

Ответ прост: правительства, печатая и тратя новые деньги, существенно выигрывают — в краткосрочном периоде, — особенно если население ограничено в других формах дохода или вообще не имеет дохода. Эмиссия

бумажных денег — это скрытый способ налогообложения граждан, так называемый инфляционный налог\*. Выпуск новых денег обесценивает деньги, уже находящиеся в обращении, что фактически представляет собой налог на них. Экономисты называют данное явление сеньоражем. Оно отображает разницу между затратами (по сути, нулевыми в современную эпоху) на печатание новых денег и стоимостью самих денег. Сеньораж чем-то напоминает хозяина дома, где играют в покер, который исподтишка вытаскивает для себя пластиковые фишки, не подкладывая за них денег в коробку-кассу. Поступая таким образом, он становится богаче за счет остальных игроков — держателей фишек.

Неслучайно страны, находящиеся в состоянии войны или управляемые вопиюще безответственными правительствами, наиболее подвержены серьезной инфляции. Чтобы содержать армию, достаточно бумаги, краски да пары-другой гибких чиновников на монетном дворе: печатание новых денег не требует ни наличия функциональной налоговой системы, ни международных кредиторов, готовых выдать заем. Тут на ум сразу приходит Зимбабве 1990-х и Аргентина 1980-х, однако Джордж Вашингтон и его революционно настроенные соотечественники в 1770-х годах тоже весьма бойко печатали континентальные деньги для финансирования Войны за независимость. Это позволило Континентальному конгрессу оплачивать военные расходы в первые годы войны, существенно не истощая золотого запаса страны и не увеличивая налогового бремени на национальную экономику. И конечно, неизбежным результатом всех этих действий стала сильнейшая инфляция. Эти и многие другие исторические примеры доказывают, что, перефразируя Милтона Фридмана, инфляция всегда и везде чисто *политическое* явление.

Но подождите, оказывается, деньги еще и психологическое явление — и вопрос не только в том, что мы все как один хотим иметь их как можно больше. Когда дело доходит до разграничения инфляции и реальных изменений стоимости денег, многие из нас ведут себя словно малые дети. Подобно трехлетнему малышу, который может предпочесть пять однодолларовых

---

\* Правительство может также девальвировать товарные деньги, например золотые или серебряные монеты, путем уменьшения в них содержания драгоценного металла. Скажем, если солдатам платили фиксированную сумму в золотых франках, король мог их обесценить, уменьшив процент золота в каждой монете. Однако фальсифицировать товарные деньги можно только до некоего предела, так что гиперинфляция — феномен, уникальный для фидуциарных денег.

банкнот одной пятидолларовой, многих взрослых, судя по всему, цифры на купюрах интересуют больше, чем их реальная стоимость. Проведем блиц-опрос. Вот что бы вы предпочли: а) не получать прибавку к зарплате при стабильных ценах или б) получить 5-процентную годовую прибавку при росте цен на 5% в год? Вам не нужно производить сложные вычисления, поскольку правильный ответ, по крайней мере с точки зрения экономиста, состоит в том, что между этими двумя сценариями нет никакой разницы. В первом случае все цифры из года в год не меняются, а во втором зарплата растет, но при этом растут и цифры на ценниках товаров, которые мы обычно покупаем.

В действительности люди склонны выбирать повышение зарплаты, даже если инфляция сводит на нет кажущуюся выгоду. А вот уменьшение зарплаты нам обычно очень не нравится, даже если снижение цен частично, а то и полностью его компенсирует. Экономисты дали тенденции мыслить в номинальном, а не реальном выражении (то есть с поправкой на инфляцию) название «денежная иллюзия».

Команда ученых, включающая как экономистов, так и психологов-бихевиористов, описала данное явление, задав ряд гипотетических вопросов большой группе людей, в том числе студентам Принстонского университета и случайным респондентам в международном аэропорту Ньюарка и торговых центрах Нью-Джерси. (Следует отметить, что ответы этих групп особо не отличаются.) Например, интервьюер просил респондента сравнить следующие сценарии: один человек получает 2-процентное повышение зарплаты при отсутствии инфляции, а второй — 5-процентную прибавку при 4-процентной инфляции.

Большинство респондентов правильно решили, что первый человек окажется в более выгодном финансовом положении, но при этом заявили, что второй будет гораздо счастливее! А еще людям предложили сравнить гипотетического человека Карла, который купил дом за 200 тысяч долларов и продал его через год за 246 тысяч долларов при 25-процентной инфляции, с Адамом, тоже купившим дом за 200 тысяч и продавшим его через год всего за 154 тысячи долларов, поскольку цены на рынке недвижимости упали на 25%. В этом вопросе много чисел, так что давайте немножко посчитаем.

Итак, теоретически Карл имел 23% прибыли, но цены за упомянутый выше период выросли на 25%, так что в реальном выражении он понес убытки в размере 2%.

Адам же теоретически потерял 23%, но цены упали на 25%, так что с учетом дефляции его прибыль составила 2%.

Тем не менее интервьюеры чаще всего слышали в ответ, что Карл заключил более выгодную сделку. Очевидно, наш мозг не всегда синхронизирован с нашим кошельком.

Авторы описанного выше исследования заключили, что денежная иллюзия — весьма широко распространенный сегодня феномен в США (и не только) [28]. Они указывают сразу на несколько социальных явлений, подтверждающих тенденцию мыслить в номинальном, а не в реальном выражении. Первое явление — инертные цены. Это тенденция цен в номинальном выражении к большей негибкости, чем обусловлено реальными экономическими условиями. Например, наемные работники с явным неприятием относятся к снижению номинальной зарплаты, даже если ситуация на рынке труда существенно ухудшается. Когда компания переживает трудные времена, уменьшение заработной платы, даже временное, способно сохранить рабочие места, но эта схема используется в бизнесе не часто.

Во-вторых, компании редко заключают контракты, которые индексируются с поправкой на изменение цен, даже если прошлый опыт указывает, что стоимость доллара или евро за время действия контракта может весьма существенно измениться. Как почти сто лет назад недоумевал один профессор, член Stable Money Association, «мы стандартизировали все аспекты торговли, кроме самого важного и универсального — аспекта покупательной способности. Какой бизнесмен согласился бы хоть на минуту заключить контракт в ярдах ткани или тоннах угля, предоставив размер ярда или тонны на волю случая?» [29].

В-третьих, в значительной части нашего общественного дискурса, в частности в теленовостях, номинальную стоимость путают с реальной. В предыдущей главе я приводил пример с кассовыми сборами Голливуда, но то же самое относится, например, к оплате труда директоров, благотворительным подаркам, государственным расходам и зарплатам спортсменов. Бейсболист, который становится самым высокооплачиваемым игроком между второй и третьей базой, на самом деле может получать с учетом инфляции лишь пятнадцатую часть денег, прописанных в контракте.

Общеизвестно, что человеческая психология чрезвычайно сложна. Люди не то чтобы не обращают внимания на изменения цен — им зачастую просто легче их игнорировать. Последствия такой поведенческой особенности

поистине огромны. Например, как говорилось выше, наемные работники могут изо всех сил сопротивляться 3-процентному снижению зарплаты, когда цены стабильны, но с готовностью согласятся на 1-процентную прибавку при 4-процентной инфляции. (А между тем оба трудовых контракта приведут к 3-процентному снижению зарплаты в реальном выражении.) И это не просто любопытная психологическая иллюзия. Данный феномен предполагает, что рынки труда будут более гибкими при слабой инфляции, чем при стабильных или падающих ценах. Аналогично, потребители склонны при принятии важных решений о покупке руководствоваться номинальными ценами. Домовладелец нередко отказывается продать дом дешевле, чем заплатил за него сам, независимо от стоимости сделки в реальном выражении. И наоборот, рост цен может побудить его продать дом якобы с прибылью, несмотря на то что инфляция сделает эту сделку совершенно невыгодной. Эльдар Шафир, Питер Даймонд и Амос Тверски, ученые, которые благодаря данным, полученным от респондентов из Нью-Джерси, задокументировали эту любопытную особенность нашего мозга вести учет, пишут: «Эффект денежной иллюзии, возможно, важнейший фактор, который следует учитывать при сравнении нулевых показателей инфляции с другими низкими показателями» [30].

Это подводит нас к одной странности. Существуют целых три веских аргумента в пользу того, что небольшая инфляция лучше, чем ее полное отсутствие. Во-первых, она обеспечивает своего рода экономическую смазку: из-за денежной иллюзии рынки функционируют более гладко, потому что работники и потребители соглашаются на потери в реальном выражении, замаскированные под номинальный прирост. (Парень, получивший прибавку к зарплате в 1 процент при инфляции 3 процента, наверняка похвастается перед друзьями за бокалом пива, что ему повысили зарплату.) Во-вторых, низкий, но положительный уровень инфляции защищает экономику от сползания в дефляцию, особенно в непростые времена. И в-третьих, незначительная инфляция обеспечивает центральному банку большую маневренность при снижении реальной процентной ставки, прежде чем она достигнет нулевой отметки. (Помните, что номинальные процентные ставки бывают отрицательными только при самых необычных обстоятельствах.) В 2013 году, когда США еще оправлялись от Великой рецессии, *New York Times* писала: «Инфляцию все ругают, называя чем-то вроде налога на современную жизнь, но сейчас, когда высшие чины Федеральной резервной



системы готовятся к встрече на этой неделе, как внутри, так и вне ФРС крепнет беспокойство тем, что инфляция растет недостаточно быстрыми темпами» [31].

Да, недостаточно быстрыми темпами. Итак, резюмируем первые три главы: инфляция — это плохо, дефляция еще хуже, а гиперинфляция — и по-давно. Тем не менее некоторым политическим силам выгодно каждое из этих явлений. Между тем главная цель денег — стимулировать торговлю, и лучше всего она, предположительно, достигается, когда цены вообще не меняются, если не считать того факта, что торговля идет более гладко, когда цены со временем постепенно растут. Поди во всем этом разберись.

Так что и правда установить цены на правильном уровне — крайне непростая задача.

И это я еще не упомянул о банкирах — ну, вы знаете, это те люди, которые в 2008 году навлекли на нас финансовый кризис (при щедрой поддержке своих друзей). Одно из самых важных применений денег — возможность одалживать их другим. Кредит считается основой современной экономики. Когда мы занимаем деньги на обучение в колледже, покупку автомобиля, открытие собственного бизнеса или спекуляции на рынке недвижимости Лас-Вегаса, наша жизнь стабильно улучшается.

Но лишь до тех пор, пока мы в состоянии вернуть кредит. Как мы убедились в 2008 году, спекуляции на рынке недвижимости — с использованием заемных средств — могут обернуться очень большими проблемами. Деньги вообще штука сложная, даже без заимствований и кредитования. А когда в игру вступают еще и банки (и другие организации, выполняющие их функции), ситуация может усложниться во сто крат.

Да, мы с этим уже покончили, к несчастью, далеко не в первый раз [1].

*Гэри Гордон, экономист  
Йельского университета*

В ближайшие пять лет вы можете начать корить себя за то, что не читали и не перечитывали книгу Киндлбергера «Мании, паники и крахи»\*.

*Пол Самуэльсон, лауреат Нобелевской премии\*\**

О финансовом кризисе 2008 года написано много хороших книг. Можете начать, например, с труда Бена Бернанке, посвященного Великой депрессии, или с его новых мемуаров. Бернанке досконально изучил Великую депрессию, и его знания и взгляды на это время обусловили его реакцию на посту главы ФРС, когда на его глазах разворачивался другой серьезнейший финансовый кризис. Стоит прочесть и воспоминания других участников важных событий в экономической жизни страны, таких как Хэнк Полсон и Тим Гейтнер (секретари Казначейства США при Джордже Буше и Бараке Обаме соответственно). Вы также можете обратиться к старой доброй классике, скажем к книге Ирвинга Фишера «Бумы и депрессии», которая была впервые опубликована в 1932 году, но содержит вневременное понимание причин и последствий финансовых кризисов [2]. А если хотите ознакомиться с кратким изложением множества разных точек зрения, советуем прочитать статью

---

\* Издана на русском языке: *Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи.* Питер, 2010. *Прим. ред.*

\*\* Эти слова прозвучали в проморекламе этой книги за три года до мирового финансового кризиса 2008 года.

Эндрю Ло «О финансовом кризисе: обзор двадцати одной книги» в *Journal of Economic Literature* [3]. Эндрю проанализировал все эти книги, так что вам это делать не придется.

Настоятельно рекомендую также прочитать заключительный отчет Комиссии по расследованию финансового кризиса — группы из десяти человек, назначенной Конгрессом США в 2009 году (когда кризис еще продолжался) для «изучения как внутренних, так и глобальных причин текущего финансово-экономического кризиса в США» [4]. Плохая новость: отчет занимает 632 страницы, включая мнения несогласных и сноски. Хорошая новость: он бесплатно доступен в интернете. Можете также ознакомиться с «Докладом с озера Сквам: исправление финансовой системы», подготовленным пятнадцатю известнейшими экономистами мира, которые осенью 2008 года уединились на озере Сквам в Нью-Гемпшире, чтобы выработать рекомендации по повышению долгосрочной стабильности финансовой системы [5].

А если у вас нет желания все это читать, просто посмотрите фильм «Эта замечательная жизнь» с Джимми Стюартом и Донной Рид в главных ролях. Это не только потрясающая нестареющая классика кинематографа, но и самый доступный способ разобраться в причинах уязвимости современной финансовой системы. Если вы понимаете суть киноэпизода с массовым изъятием средств из банков, когда люди выстроились в очередь перед дверями Bailey Bros. Building & Loan, требуя назад свои деньги, а герой фильма Джордж Бейли спасает ситуацию, отдав ради успокоения переполошившихся вкладчиков собственные сбережения на медовый месяц, значит, вам ясна природа финансового кризиса 2008 года, Великой депрессии, банковских паник, периодически возникавших в США в XIX и XX веках, равно как и будущих финансовых кризисов, которые непременно ждут нас впереди. Все остальное — просто детали.

Банки — и другие организации, выполняющие аналогичные функции независимо от надписи на табличке на дверях, — сердце современной финансовой системы. Они сводят вкладчиков с заемщиками, помогая перемещать капиталы в руки предпринимателей, покупателей жилой недвижимости и других людей, способных более продуктивно использовать чужие деньги. Вкладчики вроде меня, которые копят средства на высшее образование детей, получают на эти отложенные деньги прибыль. (Кстати, в экономических

формулах процентная ставка — interest rate — обозначается буквой  $r$ , а не  $i$ , потому что это, по сути, арендная ставка на вложенный капитал — rental rate on capital.) А отдельные персоны вроде моих недавних студентов, которым нужны деньги для открытия бизнеса или поступления в аспирантуру, могут «арендовать» мои сбережения, чтобы сделать то, что предположительно улучшит их экономическое положение даже после выплаты процентов по кредиту. Я не даю в долг своим студентам напрямую. Банк берет на себя функции посредника и зарабатывает определенную прибыль, выплачивая мне проценты за мои сбережения и ссужая эти средства заемщикам под несколько более высокие проценты. Если процесс идет гладко, общество выигрывает, а финансисты получают очень неплохую прибыль. Современная экономика не может функционировать без активного прибыльного банковского сектора.

Но если дела идут плохо... Вернемся к Джорджу Бейли из вымышленного городка Бедфорд-Фоллз. Для тех, кто никогда не видел фильм «Эта замечательная жизнь» или просто не думал о нем как о величайшем учебном пособии по финансовой панике, скажу, что Джордж Бейли (в исполнении молодого и очень симпатичного Джимми Стюарта) управляет Bailey Bros. Building & Loan Association, городским банком (в широком смысле слова), выдающим ипотечные кредиты в небольшом городке Бедфорд-Фоллз\*. Ряд событий в фильме приводит к тому, что вкладчики массово решают забрать из Building & Loan свои деньги. Клиенты, сомневаясь в платежеспособности банка, выстраиваются в очереди перед его дверями, пытаются, пока не поздно, получить свои вклады. Вот описание этого эпизода в сценарии киноленты:

*Вход в банк с улицы огорожен железной решеткой. Она на замке. Толпа мужчин и женщин ждет у решетки. Это скромно одетые люди, для которых возврат сбережений — вопрос жизни и смерти [6].*

Вкладчики твердо намерены забрать свои деньги, и это не беспочвенное решение. На первый взгляд, дела в Bailey Building & Loan идут

---

\* Вообще-то формально Building & Loan не был банком, иначе Федеральная корпорация страхования депозитов (FDIC — Federal Deposit Insurance Corporation) застраховала бы его вклады. Страхование FDIC было введено в 1933 году для предотвращения массовых изъятий вкладчиками средств из банков, как раз таких, какое показано в фильме. Лента «Эта замечательная жизнь» вышла на экраны в 1946 году (кстати, первые результаты проката были разочаровывающими).

неплохо — активы банка превышают пассивы, — но это не значит, что в хранилищах достаточно наличных, чтобы удовлетворить требования всех, кто намерен *немедленно получить свои деньги*. Проблема Джорджа Бейли в создавшейся ситуации, по сути, носит вневременной характер и весьма поучительна. Финансовые институты часто «занимают вкратку, а одалживают вдолгую», а это означает, что если значительная доля вкладчиков (или других инвесторов) вдруг захочет вернуть свои деньги, последние, скорее всего, будут вложены в кредиты или другие инвестиции, которые совсем непросто конвертировать в наличные. Такие средства могут быть совершенно безрисковыми, если банк не выдавал безнадежных кредитов. И все же эти деньги не ждут вкладчика в сейфе, и получить их ментально невозможно. Если достаточно много инвесторов одновременно потребуют возврата, все они не смогут сразу забрать свои сбережения. Хуже того, как только слух о том, что финансовый институт не способен в полной мере выполнить свои обязательства, распространится, другие вкладчики тоже ринутся, пока не поздно, забирать свои вклады, тем самым лишь усугубляя кризис. Это классическая и крайне неприятная для банка ситуация. Когда все клиенты торопятся на выход, потерпеть крах может даже вполне жизнеспособное финансовое учреждение.

Джордж Бейли умоляет клиентов, толпящихся у окошка кассы, услышать и понять его. Когда первый вкладчик требует вернуть ему все деньги со счета, Джордж объясняет: «Но у вас совершенно неправильное представление о банке. Вы считаете, что я храню ваши деньги в сейфе. Но они не здесь. На них куплен дом Джо... ну, вашего соседа. И дом Кеннеди, и дом миссис Маклинд, и сотня других домов. Вы выдаете им деньги в кредит на строительство, а они обязуются вернуть их вам со временем в лучшем виде. И что вы теперь намерены делать? Лишите их права собственности за просроченный долг?» [7].

Однако пылкой и вдохновляющей речи недостаточно, чтобы успокоить охваченную паникой толпу. В конце концов Джордж Бейли останавливает начавшееся массовое бегство вкладчиков из банка собственными деньгами, раздав наличные всем, кто требовал немедленного возврата вклада. Понятно, что психология данного явления в банковском деле работает

и в обратном направлении. Если вкладчики уверены, что непременно получат свои деньги назад, они менее склонны требовать досрочных выплат. Говоря на финансовом жаргоне, Джордж Бейли использовал свои сбережения на медовый месяц для осуществления полномочий «кредитора последней инстанции». Аварийный капитал спасает финансовый институт, который в противном случае вполне может рухнуть и потащить за собой другие компании. Это, кстати, еще одна особенность финансовых организаций. Они, как правило, не умирают спокойно в одиночку. Каждая из них подобна альпинисту, идущему в связке со многими людьми: если один поскальзывается и летит вниз, то тянет за собой и остальных.

Фильм «Эта замечательная жизнь» показывает, что бы произошло, если бы Building & Loan потерпел крах — при отсутствии вмешательства, как говорят социологи. По фантазийному замыслу фильма ангел помогает Джорджу Бейли увидеть, каким стал бы мир, если бы Джорджа в нем не было (и следовательно, он бы не выручил Building & Loan в трудную минуту). При таком раскладе, согласно сценарию, симпатичный Бедфорд-Фоллз превратился бы в прибежище отчаявшихся людей, «грязного» бизнеса и всевозможных экономических бедствий:

Характер местности полностью изменился. Если прежде это был тихий, уютный небольшой городок, теперь он больше походит на приграничный поселок. Мы видим ряд кадров с ночными клубами, кафе, барами, винно-водочными магазинами, бильярдными и прочими злчными заведениями; из дверей большинства грохочет джаз. Кинотеатр превратился в низкопробный бар со стриптизом, аптека Гауэра — в лавку ростовщика и так далее.

Впрочем, чтобы понять главную идею фильма, совсем не нужно верить в ангелов или в то, что крах одного банка действительно уничтожит Бедфорд-Фоллз, или даже в то, что ломбарды, магазины спиртных напитков и бильярдные исключительно вредны. Тут гораздо важнее более простая и бесспорная идея: финансовые паники случаются, и ущерб от них распространяется далеко за пределы непосредственно затрагиваемых сторон. Подумайте о кризисе 2008 года — чтобы ощутить его негативное влияние, вовсе не обязательно было иметь прямое отношение к «пузырю» недвижимости. Когда дела идут плохо, все остальные в итоге оказываются, образно говоря, в окружении ломбардов, стриптиз-баров и бильярдных, а правительству

приходится наводить порядок во всем этом хаосе. Как писал журнал *Economist*, «старая поговорка о банкирах, верящих в капитализм, когда речь идет о прикарманивании прибыли, и в социализм, когда дело касается оплаты убытков, слишком точна и верна, чтобы мы могли успокоиться» [8]. В связи с этим напрашивается вопрос политического характера: должно ли государство вмешиваться в дела экономики, чтобы снизить вероятность финансовых кризисов и уменьшить ущерб от тех, которые все же произошли, и если да, то как именно? А уж финансовые кризисы, поверьте, всегда были, есть и будут.

В следующей главе мы обсудим роль центральных банков (в том числе Федерального резервного банка США), которые выполняют важную функцию на стыке государства и финансов. Но прежде чем перейти к этой теме, давайте сначала рассмотрим невероятную силу кредита — финансового эквивалента тротила. Подобное сравнение не случайно, как вам могло показаться. Система ограниченной банковской деятельности — когда банки зарабатывают на кредитовании средств, принадлежащих другим клиентам, — помогает нам вершить великие дела, но также может приводить к финансовым паникам, наносящим огромный ущерб заемщикам, кредиторам и множеству других ни в чем не повинных сторон. Чтобы понять, какие уникальные выгоды и подводные камни несет в себе кредитование, покинем вымышленный Бедфорд-Фоллз и переместимся в место, еще менее привязанное к реальности, — в гипотетическую сельскую общину, выживающую главным образом за счет выращивания риса. Это простой и счастливый мирок без нечистых на руку ипотечных брокеров и коварных инвестиционных банкиров. Здесь никто никогда и слыхом не слыхал о дефолтном свопе. Тут нет центрального банка и фидуциарных денег. Только рис. Если бы Фрэнк Капра, сценарист и режиссер фильма «Эта замечательная жизнь», решил снять кино об идиллической деревушке, он, скорее всего, изобразил бы нечто вроде такой общины. А между тем это сообщество ничуть не меньше подвержено финансовым подъемам и спадам, нежели США в 2008 году, а может, и больше.

Начнем с самого риса, то есть с товара, вполне подходящего на роль денег, поскольку он долговечен, дефицитен, легко измеряем и делится на части. Однако в этом качестве он не идеален. Таскание повсюду мешков с рисом вызовет, пожалуй, не только головную боль. По этой причине предприимчивые и ответственные люди наверняка воспользуются логической

бизнес-возможностью — рисовыми амбарами. Владелец такого хранилища начнет выписывать квитанции за рис, который вы принесете ему на хранение. Эти квитанции, скорее всего, заменят рис в большинстве повседневных торговых операций. Вуаля — вот мы и получили основанные на товаре бумажные деньги, или, возможно, даже несколько их вариантов, по числу рисовых хранилищ в вашем городке или деревне.

Доверие к такой валюте будет зависеть от доверия к рисовому амбару, выдавшему квитанцию. Пока люди уверены, что сертификат по первому требованию будет погашен по номиналу, они будут принимать его в качестве оплаты и использовать как таковой. Большинство жителей селения, за исключением тех, кому действительно нужен рис — для еды или как посадочный материал, предпочтут владеть сертификатом, а не 50-килограммовыми мешками с крупой. Так что хозяин амбара может ожидать незначительного и относительно предсказуемого количества погашений, которое будет возрастать, скажем, во время посева или в свадебный сезон.

Таким образом, «предложение денег» в данной местности зависит от количества риса, сданного на хранение в амбары, так как именно им определяется число сертификатов в обращении. И эта «денежная масса» будет подвержена естественным колебаниям. В урожайные годы рисовые вклады будут увеличиваться, в неурожайные — уменьшаться. Такие колебания, скорее всего, будут довольно существенными, ведь если рис уродил, он, по всей вероятности, уродил у всех, и наоборот. Это приводит к первой интересной идее относительно нашего гипотетического селения: оно не избежит серьезных изменений предложения денег и, следовательно, цен, даже несмотря на то что в нем ходят деньги, основанные на товаре. (Это похоже на ценовые колебания, вызванные обнаружением месторождений золота и серебра в Новом Свете, упомянутых в главе 2.) Когда риса много, много в обращении и рисовых сертификатов. Если количество других пользующихся спросом товаров (алкоголь, мебель, дрова) не меняется, их цена, выраженная в мешках с рисом, растет. Это ключевая концепция спроса и предложения. Если у всех жителей общины много риса, его предлагают в обмен на другие товары в больших количествах. Это базовое соотношение между денежной массой и ценами, не важно, говорим мы о золоте, бумажных долларах или рисовых сертификатах.

В то же время даже при отсутствии правительства или центрального банка рисовый амбар может стимулировать создание банковских текущих счетов или хотя бы чего-то очень на них похожего. Если у вас и у меня есть рис,



который хранится в амбаре, то при проведении торговой сделки нам необязательно обмениваться рисовыми сертификатами. Покупая у вас коробку рисового вина (должна же наша деревенька иногда повеселиться!), я могу просто написать записку владельцу амбара с просьбой перенести часть риса с моего счета на ваш. Теперь у нас есть текущие, или чековые, банковские счета (в финансовой литературе их обычно называют счетами до востребования), даром что в нашей деревушке нет ни электричества, ни водопровода. Владелец амбара спишет с моего счета семь мешков риса и занесет их на ваш счет.

Даже если наши счета открыты в разных хранилищах риса, мой рисовый «чек» все равно будет работать так же. По всей вероятности, другие жители деревни тоже выписывают «чеки», и по некоторым из них рис из вашего хранилища переправляется в мое. Однако владельцам амбаров не нужно таскать мешки риса туда и обратно всякий раз, когда они получают подобные распоряжения. Они могут ввести общую единицу счета и производить вычисления в конце дня или недели. Аналогичным образом обрабатываются чеки и другие электронные транзакции в современной финансовой системе. Одна из важных ролей (хоть и не слишком популярная) ФРС заключается в содействии «спайке» финансовой системы. Здесь ФРС выступает в качестве своего рода информационно-координационного центра для банков — членов системы, которые обязаны хранить активы на ее счетах. В странах с развитой экономикой средства на текущих банковских счетах (вклады до востребования) рассматриваются как часть денежной массы наряду с деньгами — как это и должно быть, поскольку средства на вашем текущем счете могут быть использованы для транзакций почти так же легко, как наличные в вашем бумажнике.

Пока все идет нормально. Банковская система, основанная на рисе, судя по всему, отлично обслуживает нашу идиллическую деревеньку. Но почему же тогда мы в итоге оказываемся среди грохочущих баров, грязных бильярдных и ломбардов? Обсудим элемент рисовой банковской системы, который со временем наверняка приведет к хаосу на пыльных улицах или как минимум к существенному увеличению потребления рисового вина жителями общины. Владельцы рисовых амбаров, несомненно, рано или поздно заметят, что большинство людей, имеющих счета, не приходят к ним требовать назад свой рис. Вместо этого они сдают его на хранение и забирают по абсолютно предсказуемому шаблону с относительно неизменным графиком приливов и отливов. Какое расточительство! Немалые запасы потенциально полезного продукта,

запертые в амбаре, привлекают к себе прожорливых крыс. Вполне логично, что в один прекрасный момент какой-то особо предприимчивый владелец хранилища осознает, что, раздавая мешки риса из своего амбара взаймы, вместо того чтобы хранить их под замком, можно получить неплохую прибыль.

Теоретически наш предприниматель ссужает желающим то, что ему не принадлежит, но почему бы и нет? Именно этим, кстати, занимался Джимми Стюарт в фильме «Эта замечательная жизнь», и все его любили, особенно во время праздников. В конце концов, такие кредиты потенциально выгодны всем задействованным сторонам. Фермеры могут начать новый бизнес, заняв рис для посева с расчетом на то, что вернут заем с процентом после сбора урожая. При этом заемщики вносят залог, например права собственности на свою землю, и в случае невыполнения ими обязательств амбары получают компенсацию. Между тем семьи с излишками риса могут немного заработать на его хранении в амбаре, в то время как раньше им приходилось, напротив, платить за хранение. Рисовый банкир зарабатывает прибыль, действуя в качестве посредника между рисовыми кредиторами и рисовыми заемщиками. В сущности, именно благодаря деятельности банков появляются Норманы Роквеллы\* — художники, вдохновленные процветающими американскими идиллическими деревеньками и небольшими городками. И подобное происходит по всему миру на протяжении всей истории человечества. Как писал Economist, «подъем банковской системы часто сопровождается расцветом цивилизации» [9].

Вот почему мы любим банкиров — пока у нас не появляется острое желание ткнуть их в бок вилами. Итак, когда мы в последний раз упомянули о нашей буколической экономике, основанной на рисе, предприимчивые владельцы амбаров решили, что могут без проблем раздать взаймы часть хранящихся в них запасов. Предположим, типичный владелец амбара чувствует себя вполне комфортно, если половина риса остается в хранилище, а вторая половина роздана (то есть норма резерва составляет 0,5, если подойти к вопросу профессионально). И когда рисовые банкиры начинают ссужать не принадлежащий им капитал, происходит нечто действительно потрясающее: *создаются деньги*. На удивление простые расчеты позволяют донести одну чрезвычайно важную мысль. Допустим, в разных амбарах хранится 10 тысяч мешков риса,

---

\* Норман Роквелл (1894–1978) — американский художник и иллюстратор, с особенной тонкостью изображающий типичных обитателей провинциальных американских городов. *Прим. ред.*

на каждый из которых выписан один рисовый сертификат. Таким образом, предложение денег в нашей общине — 10 тысяч мешков риса. Когда владельцы складов решают ссудить 5 тысяч мешков риса (половину того, что находится в амбарах), денежная масса вырастает до 15 тысяч мешков. Это вовсе не волшебство, а ограниченная банковская деятельность, в рамках которой высоколиквидные ресурсы составляют лишь часть всех банковских активов, или по крайней мере ее упрощенный вариант.

Каждый человек, хранящий на складе рис, владеет сертификатом на свой вклад. Эти сертификаты обращаются, позволяя проводить торговые операции (или выписывать чеки на вклады). Когда банк (амбар) ссужает половину риса, в обращении появляется 5 тысяч дополнительных мешков (или сертификатов). Мы подсчитали дважды, но результат один и тот же. Деньги, которые я положил на счет в банке, считаются моими, а когда их выдают кому-то в качестве ссуды, они также считаются и его деньгами\*.

*Банки генерируют кредит, а кредит — это новые деньги.* Даже при использовании золотого стандарта. Или риса.

Именно по этой причине банковская система играет роль связующего звена между ФРС и денежной массой, о чем мы подробно поговорим в следующей главе. Кстати замечу, что любой другой финансовый институт, выдающий кредиты, тоже может создавать деньги. В 2009 году, когда у Калифорнии оказалось недостаточно средств для оплаты своих счетов, штат выписывал векселя и использовал их для расчетов с кредиторами, в том числе с налогоплательщиками,

---

\* Этот процесс может продолжаться. Предположим, фермер взял ссуду, но не готов использовать заимствованный рис (или рисовые сертификаты) и на некоторое время сдает его на хранение в свой банк. Половина этих средств тоже может быть выдана займы (при норме резерва 0,5). *Теперь понадобятся уже тройные подсчеты.* Половину моего риса можно кому-то одолжить, в результате чего каждый мешок риса на моем счете создает на полмешка риса новых денег. И каждая из этих половинок мешков, отданных на хранение в банк и частично выданных в кредит, может породить еще на четверть мешка новых денег. Как вы, скорее всего, уже поняли, процесс может продолжаться до тех пор, пока излишков риса, которые можно кому-нибудь ссудить, не остается. При ограниченной банковской деятельности формула увеличения денежной массы с новых депозитов, денежный мультипликатор ( $m$ ), выглядит следующим образом:  $m = 1 / \text{норма резерва}$ . При норме резерва 0,5, как в нашем примере, каждый новый депонированный мешок риса прибавляет к предложению денег два мешка риса. Чем ниже норма резерва, тем быстрее будет нарастать денежная масса. При норме резерва 0,1 каждый мешок риса (или доллар) на счете увеличивает предложение денег в десять раз. Вы также должны понимать, что денежный мультипликатор работает и в обратном направлении. Когда банки замедляют кредитование или удерживают больше резервов, денежная масса резко сокращается.

которым он задолжал. Эти векселя подлежали погашению за доллары примерно через три месяца после выписки (или раньше, если штат решит проблемы с бюджетом), и по ним начислялся процент в размере 3,75 [10]. То же самое практиковалось и во времена Великой депрессии, в частности когда местные банки терпели банкротство или были вынуждены закрываться по требованию правительства. Организации, пользовавшиеся достаточным доверием, выдали тогда самодельные векселя примерно на миллиард долларов. Эти заменители денег изготавливались из металла, кожи животных и рыб, бумаги и даже старых покрышек [11]. Вексель, или долговая расписка, — это ссуда, предоставляется стороной, получающей вексель, стороне, его выписавшей. Любой заем представляет собой расширение кредитования, а любое расширение кредитования увеличивает денежную массу. Как отмечал Чарльз Киндлбергер, существует, по сути, бесконечное число способов, позволяющих расширить кредитование на фиксированной денежной основе [12].

На данный момент мы с вами медленно, но верно подходим к беспорядкам и хаосу в нашей гипотетической буколической деревеньке. Финансовая система усиливает экономические подъемы и спады, в первую очередь из-за проциклического характера кредитования (то есть оно имеет обыкновение усиливать циклические колебания). Банки кредитуют наиболее агрессивно в хорошие времена и гораздо осторожнее — в плохие, что делает хорошие времена еще лучше, а плохие еще ухудшает. Когда вечеринка начинается и набирает ход, кредит играет роль заводилы, который включает погромче музыку да подливает в пунш спирт. А когда веселье угасает — по какой-либо реальной либо воображаемой причине, — кредитование становится более ограниченным, что аналогично закончившемуся пуншу и включению яркого света. И эта метафора тоже выбрана мной неспроста. Цитата, наилучшим образом описывающая экономический бум, приведший к финансовому кризису 2008 года, принадлежит исполнительному директору Citigroup Чаку Принсу, который летом 2007 года в интервью Financial Times сказал: «Пока музыка играет, просто нельзя не встать и не пуститься в пляс. Так вот, мы еще танцуем» [13]. Однако бывший заместитель главы ФРС Алан Блиндер неслучайно назвал свою книгу о разразившемся вскоре кризисе *After the Music Stopped* («Когда стихла музыка»). Вскоре после высказывания Принса один из крупнейших международных финансовых конгломератов Citigroup перестал танцевать, его акционеры потеряли баснословные суммы, а Чак Принс ушел с поста главного исполнительного директора.

Но мы в нашей гипотетической деревушке все еще танцуем. Только представьте себе эту замечательную атмосферу! Урожаи отличные. Риса у семей предостаточно. Вклады в рисовые амбары растут, благодаря чему выдается все больше кредитов. Цены на землю тоже повышаются, так как кредиты становятся доступнее, а жители деревни почему-то убеждены, что и в дальнейшем урожаи будут столь же щедрыми. Одна из характерных особенностей экономических бумов — излишний оптимизм, порой граничащий с наваждением. Сэр Исаак Ньютон, знаменитый ученый, в свое время потерявший крупную сумму денег из-за спекулятивного «пузыря» на рынке недвижимости, в итоге заключил: «Я могу вычислить траекторию движения небесных тел, но не человеческое безумие» [14]. Некоторые выдающиеся экономисты с этим не согласились бы — среди них есть небольшая группа, члены которой твердо убеждены, что таких понятий, как «пузырь» или «мания», не существует. Согласно их оторванному от жизни взгляду на мир, всегда можно найти рациональное объяснение серьезным колебаниям цен на активы, не связанное исключительно с массовой истерией. Лично я считаю, что этим ребятам нужно читать больше исторических книг или проводить больше времени на свежем воздухе, а лучше делать и то и другое\*. Мне бы очень

---

\* Если вам кажется, что я несколько раздражен, то это потому, что так оно и есть. В аспирантуре я имел разногласия со своим профессором макроэкономики — одним из наиболее влиятельных экспертов по финансовым вопросам, который в настоящее время преподает в одном из самых престижных университетов мира, — относительно роли психологии на рынках. Он настаивал на том, что психология определяет не состояние рынка, а лишь фундаментальные экономические показатели. Я с этим не соглашался, поскольку мне казалось неразумным упускать из виду человеческую природу, в частности нашу врожденную склонность к эйфории и панике. Время показало, что мое мнение о рынках ближе к реальности, чем его. (Нобелевская премия по экономике 2002 года была присуждена за важную работу на стыке психологии и экономики. В настоящее время эту область изучает новая наука — поведенческая экономика.) Ладно, признаюсь, мне до сих пор досадно, что я тогда получил по предмету моего оппонента балл В- — обычно мои отметки были гораздо лучше. Но, глядя на проблему с более масштабной точки зрения, я злюсь еще больше. За редкими исключениями макроэкономическое сообщество не ожидало ни лопания «пузыря» на рынке недвижимости, ни ужасных последствий этого события для финансовой системы в целом. По сути, экономический кризис практически наверняка усугубили множество тщательно продуманных, но ошибочных макроэкономических моделей, которые преуменьшали глобальные риски и служили ложным утешением для безрассудных финансистов. Редко что в научных кругах имело настолько неправильное соотношение высокомерия и совершенства и в результате привело к таким огромным негативным последствиям для человечества.

хотелось жить в описываемом ими мире, где люди всегда и везде поступают исключительно рационально, но я просто не верю в его существование.

Как бы там ни было, комбинация бурно развивающейся экономики и агрессивных рынков кредитования, без сомнения, может порождать безрассудное поведение, которое со временем приводит к кризису. Напомню: предложение денег в нашей деревне выросло благодаря щедрому урожаю. Затем оно еще увеличилось, поскольку банки начали активнее выдавать кредиты. Цены на землю росли — как из-за более высоких ожиданий жителей деревни в отношении урожая, так и потому, что купить землю в кредит стало намного проще. (Растущая стоимость земли стимулирует заимствования, и наоборот.) Кроме того, любой банк может снизить долю рисовых резервов, скажем с 0,5 до 0,25, высвободив еще больше риса для выдачи в кредит. И это не совсем иррациональный шаг, поскольку фермеры уже собрали хороший урожай и рассчитывают на щедрый урожай в будущем, так что в банк за своими вкладами, скорее всего, поспешат не многие. Известный американский экономист Роберт Солоу писал: «Большие объемы ликвидного капитала, бесцельно болтающиеся по миру, повышают вероятность того, что когда-нибудь этот резервуар переполнится» [15]. Звучит почти как предзнаменование. Если бы эти слова произносились в фильме, зритель должен был бы услышать первые, пока едва различимые звуки зловещей музыки.

Некоторые инвесторы в нашей общине — мало или вовсе не заинтересованные в выращивании риса, — начинают на полученные кредиты покупать землю, рассчитывая выгодно продать ее позже, когда цены подскочат еще выше. (Если бы мы не были такими добрыми, то назвали бы их спекулянтами.) Постепенно земля на окраине деревни, ранее считавшаяся малопродуктивной, растет в цене. (Здесь и далее мы будем называть ее субстандартной, или высокорисковой.) Между тем политические лидеры деревни единодушны во мнении, что у бедных односельчан должен быть более широкий доступ к кредитам для покупки субстандартной земли. Консервативные фермеры, выращивающие рис и живущие в «красной» части деревни, считают это важным элементом своего видения «общества собственников». Фермеры из «синей» части тоже полагают, что беднякам необходимо дать шанс приобрести земельные участки. Слишком уж долго жадные банкиры закрывали это окно возможностей перед теми, кто волею судеб оказался на обочине жизни! Эти «красные» и «синие» политики могут расходиться во взглядах на право фермеров-геев вступать в брак, но абсолютно солидарны в том, что

людям с низким доходом нужно выдавать больше кредитов, чтобы и они наконец стали собственниками риса-сырца.

Итак, цены (и долги) неуклонно растут. Фермеры чувствуют себя богаче. Зажиточность становится характерной для деревушки, способствуя развитию разных видов бизнеса, не имеющего никакого отношения к выращиванию риса. Выражаясь образно, народ пустился в пляс — все танцуют, но не какой-то там вальс, а разудалый джиттербаг. Как писал Киндлбергер в книге «Мании, паники и крахи», «во времена маний рост цен на недвижимость, акции или один либо несколько базовых товаров способствует увеличению потребления и инвестиционных расходов, что, в свою очередь, ведет к дальнейшему повышению темпов экономического роста» [16]. Именно это переживали США в 2005 году. И Восточная Азия в начале 1990-х. И Япония в 1980-х. И США в так называемые ревущие 1920-е, когда в стране началось в буквальном смысле повальное увлечение новомодным танцем чарльстоном. *Потому что именно так всегда бывает накануне катастрофы.*

Тут самое время включить страшную музыку, которая заставляет людей перестать плясать и бежать в банк за своими денежками. И тогда все, что я только что описал, начинает крутиться в обратном направлении. Танцы могут прекратиться из-за плохого урожая, неблагоприятного прогноза погоды или даже слухов о нем. В любом случае они, как правило, останавливаются резко. Что-то вдруг пугает фермеров и банкиров. Алчность превращается в страх, безрассудство — в паранойю. Цены на землю, особенно субстандартную, начинают резко падать. Банки сокращают кредитование, что еще сильнее ударяет по ценам на землю. Некоторые фермеры не могут выплатить кредиты — либо из-за недостаточно большого урожая, либо из-за планов погашать задолженность за счет повышения стоимости земли (а цена, напротив, падает). Непогашенные в срок кредиты создают проблемы для рисовых банков, что побуждает жителей деревни спешить забрать из них как можно больше вкладов. Симпатичный владелец амбара умоляет вкладчиков не забирать весь рис сразу: «Вы совершенно неправильно думаете о нашем банке. Как будто ваш рис хранится у меня в сейфе. Но он не здесь. Он в рисе-сырце Джо... вашего соседа. И в рисе Кеннеди, и в рисе миссис Маклин, и в рисе сотен других людей. Вы одолжили им рис для посадки, а они собираются вернуть вам долг после сбора урожая. И что вы теперь намерены делать? Лишать их права собственности за просроченные долги?»

В итоге рисовые банки так и поступают, продавая землю, выставленную клиентами-должниками в качестве залога, что приводит к дальнейшему падению цен. Банки со слишком большим количеством непогашенных кредитов терпят банкротство. Когда обеспокоенные вкладчики разом спешат забрать обратно весь свой рис, с проблемой неплатежеспособности могут столкнуться даже некоторые вполне жизнеспособные банки. Фермеры, прекрасно понимающие, что это самое подходящее время для скупки земли, страдают от того, что впавшие в паранойю банкиры перекрывают им доступ к кредитованию. В результате *каждое очередное плохое событие приводит к еще более негативным последствиям.*

Как писал Киндлбергер: «Снижение цен на некоторые активы вызывает беспокойство из-за того, что цены на активы продолжают падение и финансовая система окажется в состоянии “психологического стресса”. Желание клиентов продать эти активы, пока цены не рухнули окончательно, становится самосбывающимся пророчеством, причем настолько стремительно сбывающимся, что оно порождает панику. Цены на товары — дома, здания, землю, акции, облигации — падают до уровней, составляющих 30–40% от их цены на пике. Банкротства набирают обороты, экономическая активность замедляется, безработица растет» [17]. Это описание удивительно напоминает произошедшее в 2008 году — только вот Киндлбергер скончался в 2003-м. По сути, он описывал паники в Америке 1816, 1826, 1837, 1847, 1857, 1866, 1873, 1907, 1921 и 1929 годов. И это не просто невезение. Как заявил Комиссии по расследованию финансового кризиса экономист Йельского университета Гэри Гортон, «это фундаментальная структурная особенность банковской системы, которая при отсутствии должных мер предосторожности ведет к подобным кризисам».

Полагаю, сейчас вполне подходящее время для более детального обсуждения разницы между ликвидностью и платежеспособностью (или, что, возможно, еще важнее, между неликвидностью и неплатежеспособностью). В условиях кризиса разница между этими понятиями имеет поистине решающее значение. Как уже говорилось, ликвидность — это показатель легкости и предсказуемости, с которой актив может быть конвертирован в наличные. Наиболее ликвидными активами считаются наличные, поскольку они изначально — наличные. (Если прочесть это предложение несколько раз, оно приобретает глубокий смысл...) Помимо бумажных долларов, которые как



инструмент хранения крупных сумм не слишком практичны, самым ликвидным активом в мире считаются ценные бумаги Казначейства США. Ежедневно их покупают и продают примерно на полтриллиона долларов [18]. В сущности, ликвидность можно представить как своего рода континуум, на одном конце которого находятся наличные, а на другом — уникальные активы, скажем произведения искусства. Каждая картина Рембрандта уникальна, а количество потенциальных покупателей, как правило, очень мало. Организация и проведение сделки по продаже редкого полотна требуют много времени, а комиссия по продаже обычно весьма значительная. Так что, если вам понадобится собрать крупную сумму денег за пятнадцать минут, продажа казначейских облигаций будет вполне приемлемым вариантом, в отличие от продажи, скажем, шале в Швейцарии или коллекции старинных бейсбольных карточек\*.

Платежеспособность представляет собой двоичную концепцию. Экономическая единица считается платежеспособной, если ее активы превышают ее обязательства, и неплатежеспособной (банкротом), если обязательства превышают активы. Даже если бы все активы удалось быстро и легко ликвидировать, переведя в наличные, полученного дохода было бы недостаточно, чтобы расплатиться со всеми кредиторами. Но вот такая штука: активы, ликвидные в обычные времена, зачастую неликвидны в условиях кризиса, потому что масса людей пытается одновременно продать одно и то же. Даже если дела с вашим балансом обстоят неплохо, надежда на то, что вы сможете продать активы, чтобы пережить финансовую панику, сродни ситуации, когда человек бежит в продуктовый магазин за питьевой водой, когда ураган уже начался. Если все остальные в панике торопятся сделать то же самое, это не сработает.

Между тем в условиях кризиса неликвидность может легко перерастать в неплатежеспособность. Именно с такой проблемой столкнулся банк Bailey Bros. Building & Loan в фильме «Эта замечательная жизнь». У нас есть все основания верить, что это учреждение располагало достаточными ресурсами, чтобы расплатиться с вкладчиками — *в долгосрочной перспективе*. Но люди, столпившиеся у двери, требовали свои деньги *сейчас*. Кредитор

---

\* Во времена финансового кризиса 2008 года глобальные инвесторы так сильно старались вложить свои деньги в ценные бумаги Казначейства США, что процентные ставки на них на какое-то время стали отрицательными. Вместо того чтобы зарабатывать проценты, охваченные паникой инвесторы были готовы сами выплачивать небольшую премию, лишь бы их капитал хранился в высоколиквидных ценных бумагах с очень низким риском дефолта.

последней инстанции — в данном случае Джордж Бейли и его сбережения на медовый месяц — смог предупредить превращение неликвидности в неплатежеспособность, удовлетворив краткосрочные потребности клиентов в ликвидности и предотвратив (или прекратив) панику. Помните, что люди менее склонны требовать свои деньги обратно, когда знают, что при желании всегда могут их получить. Эта фундаментальная идея принадлежит Уолтеру Бэджету, редактору журнала *Economist* в XIX веке, написавшему после финансовой паники в Лондоне в 1866 году известный трактат по вопросам финансов и центральной банковской системы «Улица банкиров». Бэджет, в частности, писал: «Главнейший банковский резерв страны (у кого бы он ни находился) хранится не просто так, а для определенных основных целей, и одна из них — удовлетворение спроса на наличные, порожденного сигналами тревоги в стране» [19]. Наставление Бэджета на случай такой ситуации по сей день остается мантрой для управляющих центральными банками: *очень крупные ссуды под очень высокий процент — вот лучшее средство.*

Иными словами:

1. Одалживай столько денег, сколько нужно любому платежеспособному учреждению для решения проблем с ликвидностью, признавая, что сам по себе доступ к такому заимствованию существенно понижает вероятность проблем ликвидности.
2. Требуй достаточного обеспечения для покрытия кредита на случай, если он не будет возвращен, признавая тот факт, что данный залог может быть ценным, но неликвидным (например, здание банка).
3. Взимай процентную ставку, достаточно высокую, чтобы препятствовать необязательным заимствованиям (и напоминать заемщику, что было бы лучше изначально не допускать этой проблемы), но не настолько высокую, чтобы препятствовать заимствованиям, которые позволят предотвратить панику.

А теперь вернемся в нашу гипотетическую деревушку, где сельский совет назначил Комиссию по расследованию рисовой паники, сенатор Элизабет Уоррен баллотируется на пост деревенского старосты, а разгневанные фермеры с вилами наперевес окружили рисовые амбары\*. Здесь мы

---

\* После первой банковской паники в Америке в 1792 году разгневанные инвесторы окружили нью-йоркскую тюрьму, в которой сидел один из ее виновников-спекулянтов, и забросали ее камнями. См. *The Slumps that Shaped Modern Finance*, *Economist*, April 12, 2014.

вводим еще один персонаж, парня по имени Рэм, который до кризиса торговал в нашем селении рисовыми лепешками. Рэм молод, привлекателен и трудолюбив. Во время экономического кризиса он оказался достаточно благоразумен, чтобы не спекулировать землей и не влезать в чрезмерные долги. Однако теперь, после кризиса, его бизнес тоже лежит в руинах, так как спрос на выпускаемую им продукцию резко снизился и он не может получить даже базовый надежно обеспеченный кредит для его поддержки. Рэм оказался в страшной ситуации: его семье грозит голод; парень в полном отчаянии.

Этот новый персонаж важен для нас потому, что он невинная жертва. Банкиров или спекулянтов никто не любит. Фермеры, которые набрали слишком много кредитов, сами виноваты. Но Рэм... он, по сути, своего рода сопутствующие потери, разменная монета в чужой игре. С ним-то как быть? Этот вопрос лежит в основе любой финансовой системы — простой или сложной. Некоторые специалисты приводят вполне убедительный (как с экономической, так и с моральной точки зрения) довод, что правительству следует позволить разразившемуся кризису идти своим чередом, не вмешиваясь в него. Они, в частности, указывают на то, что тогда многие безрассудные люди, которые наделали массу глупостей, заплатят за свои действия справедливую цену и, возможно, впоследствии станут осмотрипельнее. По слухам, министр финансов Эндрю Меллон в разгар Великой депрессии советовал президенту Герберту Гуверу: «Ликвидировать рабочий класс, ликвидировать акции, ликвидировать фермеров, ликвидировать недвижимость... это вычистит гниль из системы. Сладкая жизнь закончится. Люди будут больше работать и жить по морали. Предприимчивые люди подберут обломки у менее компетентных» [20]. Другими словами, уничтожить все и вся, что оказалось достаточно глупым и погрязло в кризисе, а потом начать с того, что осталось.

Люди до сих спорят о том, что на самом деле имел в виду Меллон, поскольку его высказывание известно только со слов президента Герберта Гувера, а видео в те времена, понятное дело, не было. Зато при желании вы можете посмотреть на YouTube клип репортера CNBC Рика Сантелли — его знаменитую, произнесенную в 2009 году в здании Чикагской товарной биржи, диатрибу. В ней он клеймит финансовую политику администрации Обамы за помощь добровольно влезшим в непомерные долги американским домовладельцам. Репортер кричит в толпу трейдеров: «Многие ли из вас

согласны платить за ипотеку своего соседа, который имеет в доме две ваннные комнаты, но не в состоянии оплачивать свои счета?!» Тут же слышится еще один вопль: «А как насчет того, чтобы нам всем перестать оплачивать ипотеку?!» [21]. Далее Сантелли заявляет, что в знак протеста собирается организовать чикагское чаепитие на озере Мичиган — именно этот момент считается началом американского консервативного популистского движения под названием Tea Party («Чаепитие»).

Следует признать, что в словах Сантелли и его сторонников есть рациональное зерно. Почему мы должны тратить массу времени и денег на борьбу с пожаром, начавшимся из-за того, что кто-то не может отделаться от дурной привычки курить в постели? Этим-то и усложняет ситуацию наш новый знакомый по имени Рэм. Подумайте о нем, как о соседе парня, устроившего пожар, чей дом тоже сгорел дотла. В сущности, как показывает 2008 год, огонь может вспыхнуть в очень густонаселенном районе. В этом-то и заключается дилемма: чтобы защитить от огня весь район, нам, возможно, понадобится инвестировать немалые государственные ресурсы в спасение дома парня, который курил в постели, а тот в результате может извлечь из произошедшего соответствующий урок, а может и не извлечь. Не исключено, что в целях защиты района нам также придется ввести для домовладельцев новые законы, позволяющие предотвращать пожары — например, обязать устанавливать в домах детекторы дыма и системы пожаротушения. И тот и другой сценарий особой популярностью в народе не пользуются. Никто не жалуется на строгие правила и законы, пока не разразится кризис. Они кажутся большинству людей навязчивыми и слишком дорогостоящими. И никому не нравятся вырывать виновников кризиса.

По иронии судьбы, Чикаго, город, где Рик Сантелли основал движение Tea Party, в свое время был полностью уничтожен огнем. Из-за пожара, начавшегося с одного-единственного сарая, 100 тысяч человек остались без крыши над головой, а стоимость сгоревшей недвижимости в современном эквиваленте была равна четырем миллиардам долларов [22]. Даже сетуя по поводу излишне жесткого государственного регулирования и чрезмерной щедрости финансовой политики правительства, мы ожидаем, что оно предотвратит или хотя бы остановит пожары подобных масштабов. Аргументы в пользу регулирования финансовой сферы (и при необходимости вмешательства государства с целью ослабления кризиса), как правило, сводятся к трем пунктам.

1. Независимо от того, насколько глупо или безрассудно ведут себя финансисты, правительство обязано защищать невинных людей, которые в противном случае сильно пострадают в результате финансового пожара.
2. Мягкие меры государственного вмешательства, такие как гарантирование банковских вкладов или выступление в роли кредитора последней инстанции, могут оказывать весьма мощный эффект. Это разумное использование государственных ресурсов для предотвращения или прекращения пожара в сарае, учитывая потенциальные повреждения в случае, если огонь распространится на большие территории.
3. Никакое ответственное правительство не будет сидеть сложа руки в условиях уже разразившегося кризиса (что бы политики ни говорили до его начала), поэтому оно может попытаться и предотвратить его.

В любой современной экономике на нашей планете правительство играет активную роль в регулировании банков и связанных с ними финансовых институтов. Могу поспорить, что если мы обнаружим разумную жизнь на других планетах, там тоже будут финансовые кризисы и регуляторы. Я говорю это не потому, что имею обширные знания о внеземных цивилизациях, а потому, что финансовой сфере свойственны определенные неотъемлемые характеристики, заставляющие события повторяться, — с течением времени, в разных странах и, по всей вероятности, даже в космосе. Каждый кризис кажется уникальным. После 2008 года нас буквально завалили ошеломляющими подробностями о ценных бумагах, обеспеченных ипотекой, о рынке РЕПО, свопах кредитного дефолта, программе выкупа проблемных активов, законе Сарбейнса — Оксли, равно как и целой кучей мудреных аббревиатур: CDO (collateralized debt obligation — обеспеченное долговое обязательство), SIV (structured investment vehicle — структурная инвестиционная компания), M&M's (ну ладно-ладно, последняя — это название конфет). Если мы хотим разобраться в кризисе 2008 года, эти детали имеют значение. Данной теме посвящена глава 9 этой книги, а также другие книги, которые я упоминал в начале главы. Но если вы хотите понять суть банковской деятельности в общем и целом — то есть то, что связывает кризисы 1792 и 2008 годов, — полезных уроков будет гораздо меньше, хотя они более фундаментальные. Опять же, еще раз призываю вас посмотреть или пересмотреть фильм «Эта замечательная жизнь». В нем вы найдете все важнейшие концепции, а также

ряд ключевых аспектов, связанных с кредитом, которые сегодня (и в будущем) так же актуальны, как в XVIII веке.

Во-первых, и, возможно, самое главное, банки — это благо. Да, очень скоро я опять заговорю о крахах и чрезмерно щедрой финансовой помощи безответственным игрокам, но давайте не будем терять из виду огромные экономические выгоды, которые вытекают из того, что банки сводят кредиторов с заемщиками. Я использую слово «банк» в самом широком смысле. С нормативно-правовой точки зрения банк отличается от сберегательно-кредитной компании, которая, в свою очередь, отличается от хедж-фонда, или денежного рынка, или рынка соглашений об обратном выкупе. Финансовая система постоянно развивается (часто в ответ на новые нормативно-законодательные меры, принимаемые правительствами после очередного финансового кризиса). Существует также теневой банковский сектор, представляющий собой большую растущую группу недепозитных учреждений, которые тоже берут и выдают займы, хотя и регулируются менее жестко, чем традиционные банки, и не принимают потребительских вкладов. Для них характерны те же преимущества и узкие места, что и для Building & Loan Джорджа Бейли из фильма «Эта замечательная жизнь». Для удобства будем считать, что если такое учреждение предоставляет кредиты, как банк, и заимствует, как банк, то это и есть банк\*. Economist описывает данную совокупность институтов, как «экономическую машину времени, которая помогает вкладчикам преобразовывать сегодняшний излишек в будущий доход или предоставляет заемщикам доступ к будущим доходам сегодня» [23]. Выполняя эту функцию, они рыщут по всему миру в поисках инвестиционных возможностей, перемещая капиталы куда угодно, где их могут использовать с наибольшей продуктивностью. Словом, банки улучшают нашу с вами жизнь, под стать тому, как это делают электричество или антибиотики. Правда-правда.

Во-вторых, любая экономическая единица, использующая заемные средства, рискует столкнуться с проблемами с ликвидностью, а то и с откровенной паникой, если кредиторы начнут опасаться, что не смогут получить свои деньги обратно по первому требованию. Сегодня вклады в традиционных банках страхуются на сумму до 250 тысяч долларов на каждого вкладчика. Так что, прочитав в газете, что банк, в котором у вас открыт текущий счет, находится на грани банкротства, вы, скорее всего, из чистого любопытства

---

\* Формально банк одалживает средства своих вкладчиков.

наскоро просмотрите статью до конца, а затем перейдете в раздел спортивных новостей. В теневой банковской системе такой защиты нет. И когда кто-нибудь в ней наостряет лыжи на выход, случаются довольно скверные вещи. Немцы даже придумали для этого специальный термин, *torschlusspanik*, который переводится приблизительно как попытка проскочить через дверь до того, как она окончательно захлопнется. Впрочем, кому я это рассказываю? Ведь любой, кто читает эту книгу, достаточно взрослый, чтобы хорошо помнить события 2008 года (в противном случае это развитый не по годам читатель).

Весной 2015 года я встретился с Беном Бернанке, чтобы поговорить о роли, которую он играл на посту главы ФРС в период финансового кризиса. Он характеризует последовательность событий, начавшуюся в 2007 году, как «классическую финансовую панику», хотя и без панического изъятия вкладов из традиционных банков (благодаря их страхованию), но с «электронными массовыми изъятиями» из других финансовых структур, не гарантирующих возврата денег. Насколько же плохо обстояли тогда дела? Бернанке, человек, не склонный к преувеличениям, говорит: «Финансовой системе серьезно грозила перспектива стать дисфункциональной. А как показывают время и наш опыт после краха Lehman\*, дисфункциональная финансовая система — то есть крупный финансовый кризис — оказывает на экономику огромное воздействие. В 2008 году мы столкнулись, вероятно, с наихудшим финансовым кризисом за всю историю США». Тут стоит напомнить, что Бернанке — ученый, досконально изучивший Великую депрессию, следовательно, когда он говорит, что события 2008 года могли привести к худшему финансовому кризису в истории США, не стоит полагать, что он упустил из виду 1930-е годы.

В-третьих, мы пытаемся предотвратить *torschlusspanik*, или, если не получается, хотя бы минимизировать ущерб от данного негативного явления. Обычно система нуждается в кредиторе последней инстанции. В настоящее время в большинстве стран в этой роли выступает центральный банк (в США Федеральная резервная система). В прошлом ее играли также консорциумы частных инвесторов. Во времена паники 1907 года Джон Пирпонт

---

\* Инвестиционный банк Lehman Brothers — в прошлом глобальный игрок мировой финансовой системы — объявил о банкротстве 15 сентября 2008 года, запустив тем самым целый каскад неблагоприятных событий, которые быстро распространились и существенно углубили мировой финансовый кризис.

(Джей Пи) Морган, корпоративный титан, который на рубеже XX века доминировал в мире американских финансов, чтобы поддержать банковскую систему, заложил свои личные ресурсы и убедил сделать то же самое целую группу других банкиров. (ФРС тогда еще не существовало.) Иногда финансовая паника охватывает целые страны — например, когда инвесторы разом спешат вывести свои песо из аргентинских банков или лиры из турецких. В подобных ситуациях роль кредитора последней инстанции играет Международный валютный фонд.

В-четвертых, еще сильнее усугубляет ситуацию тот факт, что все, что нивелирует ущерб от *torschlusspanik*, повышает вероятность безрассудного поведения, которое, собственно, к этому явлению и привело. Речь идет о концепции, известной в экономике как риск недобросовестности, или моральный риск. Налогоплательщики имеют полное право задать вопрос, почему городская пожарная команда обязана спешить на тушение пожара в дом человека, который по собственной глупости упрямо хранит канистру с бензином возле печки. И они правы, считая, что оперативное тушение пожара подкинет этому болвану еще одну причину и в следующий раз сидеть перед телевизором, вместо того чтобы почистить засорившийся дымоход. Однако если альтернатива такой помощи — уничтожение огнем всего района, у пожарных просто нет выбора.

Следует отметить, что банкиры умудрились сделать нечто поистине уникальное — сплотить в борьбе против себя все основные мировые религии. Иисус изгонял менял из храма. Мухаммад запрещал ростовщичество. Тора предписывает каждые семь лет списывать все долги. Буквально всех верующих объединяет убеждение, что ростовщичество несправедливо и непродуктивно. Экономисты же смотрят на это явление совершенно иначе. *Ростовщичество — важный элемент банковской системы.* Его задача — вложить временно простаивающий капитал в руки тех, кто может продуктивно им воспользоваться. И каждый, кто способствует подобной сделке, оказывает людям огромную услугу и должен получать за это плату. Проблемы начинаются, когда что-то идет не так — а именно, когда вкладчики спешат в храм, а у ростовщиков нет денег. Будь Иисус банкиром центрального банка, эту задачу пришлось бы решать ему.



Наша экономическая система начнет работать лучше всего, когда производители и потребители, работодатели и сотрудники будут твердо уверены, что средний уровень цен будет вести себя предсказуемо — предпочтительно, чтобы он был абсолютно стабильным [1].

*Милтон Фридман*

Устанавливать правильные цены трудно. Финансовая система по своей природе склонна к паникам. А они могут привести к краху экономики. Так кто же такие те люди, которые несут за все это ответственность?

Мы только что ознакомились с мнением Бена Бернанке, который возглавлял Федеральную резервную систему, то есть центральный банк США, во время финансового кризиса 2008 года. Любой центральный банк, будь то ФРС, Банк Канады или Европейский центральный банк, — это учреждение, ответственное за управление денежной массой и защиту стабильности финансовой системы страны. Правда, в Америке Конгресс также возложил на ФРС функцию применения кредитно-денежной политики для минимизации безработицы.

Центральные банки в разных странах развивались по-разному. (Европейский центральный банк, например, был создан для управления монетарной политикой во всех государствах еврозоны.) Центральные банки — это государственные структуры, хотя они больше напоминают Верховный суд, чем Конгресс. Их создают и наделяют полномочиями национальные правительства. Конгресс США основал ФРС и теоретически может ее аннулировать. Однако высшие должностные лица центрального банка, как правило, ограждены от влияния органов непосредственного демократического контроля, скажем судей Верховного суда. Высшие чины ФРС, в том числе ее

глава, назначаются президентом и утверждаются Сенатом, но после вступления в должность их не могут сместить ни президент, ни Конгресс, какие бы связанные с политикой решения ими ни принимались.

Почему это важно? Потому что лучшие с точки зрения кредитно-денежной политики решения и меры далеко не всегда популярны. В сущности, если бы экономисты-ботаны — а в этой профессии таких предостаточно — придумали своего супергероя в системе центрального банка, им, скорее всего, стал бы Человек — борец с инфляцией, владеющий одной-единственной суперсилой — способностью повышать и понижать процентные ставки, то есть регулировать рост цен. А еще он наверняка был бы высоким, лысеющим, немного сутулым мужчиной с сильным голосом, курящим дешевые сигары. Благодаря своей власти над процентными ставками он посылал бы экономике мощный сигнал, с которым не мог бы совладать рост цен.

Профсоюзы требуют повышения зарплаты? *Бац!* Человек — борец с инфляцией поднимает процентные ставки до уровня, на котором экономика замедляется настолько, что наемные работники начинают бояться увольнения. Какая уж тут двузначная прибавка к зарплате! После того как Человек — борец с инфляцией закручивает гайки кредитно-денежной политики, работники просто счастливы получать ту же зарплату, что и в прошлом году. Компании намерены повысить цены? *Бум!* Наш супергерой резко повышает стоимость потребительских кредитов, вследствие чего строители, автопроизводители и другие компании, чье выживание в бизнесе зависит от этих кредитов, вынуждены уже не повышать, а понижать цены. Как-то не очень похоже на героя, верно? В том-то и дело. Читайте дальше!

Человека — борца с инфляцией все так сильно боятся и уважают, что когда он заявляет о намерении сломать инфляции хребет, люди во всем мире знают: он готов сделать все, что потребуется. И это безграничное доверие становится самосбывающимся пророчеством. Стоит супергерою лишь высказать вслух свои намерения — обычно при этом он окутан дымом своих любимых дешевых сигар, — как рынки по всему миру реагируют на его слова. *Бабах!* Цены и процентные ставки тут же меняются — сразу после того, как он сказал, что они будут меняться. Человек — борец с инфляцией действительно их контролирует, но и его репутация сама по себе является скрытой силой.

Как у любого истинного супергероя, у Человека — борца с инфляцией есть темная сторона. Борьба с инфляцией болезненна для многих.

Повышение процентных ставок намеренно замедляет экономику: потребители меньше покупают, цены на активы падают, компании сталкиваются с ростом стоимости заимствования и инвестирования. Целые отрасли промышленности, такие как недвижимость, оказываются в чрезвычайно сложной ситуации. Эта особая сила — манипулирование процентными ставками — может нести в себе реальные затраты для реальных жизней. Люди, ставшие жертвами, винят в этом нашего героя. Они посылают ему гневные (а то и хуже) письма и обращаются к Конгрессу с мольбами о помощи. Но Человек — борец с инфляцией непреклонен. Он знает, что ценовая стабильность в долгосрочной перспективе максимизирует процветание. Его не запугать ни нападениями, ни эмоциональными историями о чьих-то экономических трудностях. Он знает, что общество выиграет, раз и навсегда избавившись от инфляции — и ее ожидания. Домохозяйства больше не будут наблюдать, как инфляция размывает ценность их сбережений. Компании смогут строить долгосрочные планы, точно зная, какими будут цены через пять, десять и даже тридцать лет. И, пережив период инфляции и выйдя из него, люди во всем мире с благодарностью скажут: «Спасибо тебе, Человек — борец с инфляцией».

Кстати, существует конкретная причина, по которой наш супергерой непременно должен быть сутулым, лысым, высоким мужчиной — любителем дешевых сигар. Дело в том, что у него есть конкретный прототип, один из самых героических реальных борцов с инфляцией — Пол Волкер, глава ФРС с 1979 по 1987 год. В 1980 году инфляция в США достигла 14% [2]. Экономика также была слабой, вопреки мнению, что инфляция вроде должна способствовать экономическому росту и занятости населения. Инфляционные ожидания были очень высоки. Все ожидали повышения цен, и это действительно вело к их росту, что, в свою очередь, усиливало инфляционные ожидания. Чтобы сломать инфляционный хребет, требовались изменения, причем не только изрядная доза повышенных процентных ставок, но и вера народа в то, что ФРС готова терпеть серьезные экономические проблемы, связанные с длительным периодом удержания процентных ставок на высоком уровне. И Пол Волкер оказался именно тем, кто в тот момент был нужен. Как объяснял Уильям Пул, бывший президент Федерального резервного банка Сент-Луиса, «дни “льготных кредитов” превратились в дни “очень дорогих кредитов”. Базовая ставка по кредиту превысила 21%. Безработица за несколько месяцев достигла двузначных цифр... Жесткие меры Волкера

привели не к одному, а к целым двум рецессиям, прежде чем цены наконец стабилизировались» [3]. Результатом этого горького лекарства стали три десятилетия скромной инфляции и экономическая стабильность, вошедшая в историю Америки как Великое успокоение.

Когда о Человеке — борце с инфляцией будут снимать блокбастер, понадобится внести некоторые изменения, чтобы его осовременить по сравнению с супергероем 1970-х. Во-первых, придется убрать сигары, потому что в настоящее время в здании ФРС курение запрещено. А еще Человек — борец с инфляцией станет женщиной. В 2014 году пост главы Федеральной резервной системы впервые заняла женщина — Джанет Йеллен. И она не мужчина, не высокая и не лысеющая. Между тем мир, недавно вышедший из финансового кризиса 2008 года, столкнулся с угрозой несколько иного характера, чем в 1970-е — со снижением цен. В США, Европе и Японии чиновники, принимающие решения в области кредитно-денежной политики, изо всех сил бьются не с инфляцией, а с дефляцией. Правительства последовательно не достигают своих целевых показателей по инфляции. В начале 2015 года, через целых семь лет после финансового кризиса 2008 года, Economist провозгласил: «Мир существенно недооценивает опасность дефляции» [4].

Так что с учетом произошедших перемен новый блокбастер будет называться «Женщина — борец с дефляцией». Тем не менее феминистки будут по праву корить создателя фильма за то, что Анджелина Джоли в главной роли ничуть не похожа на Джанет Йеллен. И вообще, почему это глава ФРС непременно должен носить облегающий костюм? Разве Алан Гринспен ходил в блестящем спандексе? Или Бен Бернанке? Нет и нет. И все же ярые сторонники будут ночевать под открытым небом ради билетов на такие фильмы. Почему? Потому что Женщина — борец с дефляцией (или Человек — борец с инфляцией) — самый влиятельный избранный чиновник в мире. Он способен влиять на экономические судьбы миллиардов людей на планете. Возможность повышения и снижения процентных ставок в США на самом деле является величайшей суперсилой. И, как и в случае с любой другой суперсилой, может быть использована как во благо, так и во вред, что, несомненно, делает ее прекрасной темой для блокбастера.

В реальной жизни центральные банки уже стали одними из самых влиятельных и важных экономических институтов в мире. При обращении денег, обеспеченных исключительно бумагой, на которой они напечатаны,

ответственный центральный банк — единственное, что стоит между стабильными ценами и гиперинфляцией по зимбабвийскому сценарию. (Да, в Зимбабве тоже был центральный банк, просто он не слишком эффективно работал.) Управляющие центральных банков, согласно демократическим стандартам, наделены просто поразительными неконтролируемыми полномочиями. Бен Бернанке, сумевший вывести глобальную экономику из финансового кризиса, опирался на свой опыт ученого, досконально изучавшего Великую депрессию, благодаря чему не повторил допущенных тогда в монетарной политике ошибок. (В главе 9 мы подробно обсудим, насколько ему это удалось.) А Джанет Йеллен столкнулась с постепенным изменением чрезвычайных мер, принятых после 2008 года, и призраком дефляции (без облегающего костюма из спандекса или прибора рентгеновидения). В Европе Марио Драги, глава Европейского центрального банка, изо всех сил пытается сохранить зону евро, в то время как Испания, Португалия, Италия и Греция переживают не лучшие времена вследствие перехода к этой наднациональной валюте. (Мы поговорим об этом в главе 11.) Степень, в которой все центральные банки добиваются (либо не добиваются) своих целей, существенно влияет на судьбу глобальной экономики: уровень занятости, банкротства, благосостояния и даже на войну и мир. Именно глобальная кредитно-денежная политика после Первой мировой войны породила Великую депрессию и обусловила целый ряд экономических проблем, которые, в свою очередь, привели в Германии к власти нацистов.

Между тем самые разные люди резко критикуют центральные банки по всевозможным причинам, часто противоречащим друг другу. Хотя экономисты давно согласовали основные функции, которые должен выполнять любой центральный банк, в частности способствовать ценовой стабильности и экономическому росту, в том, как именно лучше всего достигать этих целей, особого единодушия не наблюдается. Например, Джон Тейлор, один из признанных авторитетов в области кредитно-денежной политики и известный консерватор, обвинил ФРС (и правительство США) в том, что в 2000-е годы они практически все делали неправильно. Недавно подзаголовком его книги, вышедшей в 2009 году, гласит: «Как действия и вмешательство правительства породили, продлили и усугубили финансовый кризис». В общем и целом критики из правого политического крыла расценивали реакцию ФРС на финансовый кризис как безрассудную

и инфляционную. Приведу крайний пример: губернатор Техаса Рик Перри, баллотируясь в 2012 году на пост президента, назвал агрессивные действия Бена Бернанке на посту главы ФРС «почти что предательством».

На другом политическом фланге прогрессисты, такие как Пол Крутман, лауреат Нобелевской премии, отлично разбирающийся в вопросах кредитно-денежной политики, считают, что ФРС следовало действовать гораздо агрессивнее при снижении процентных ставок после финансового кризиса (и что европейцы по-прежнему слишком робки в этом отношении). А либертарианцы вроде Рона Пола вообще хотели бы ликвидировать ФРС и вернуться к золотому стандарту. (Его книга так и называется: «Покончить с ФРС»<sup>\*</sup>.) Согласно теориям заговора как левого, так и правого толка, Федеральная резервная система представляет собой эпицентр несметного числа самых отвратительных глобальных финансовых интриг и козней. Одна из первых связанных с ФРС теорий заговора гласит, что весьма состоятельный банкир Джей Пи Морган (мы уже упоминали о нем, как о человеке, который вместе с рядом других независимых компаний остановил панику 1907 года) устроил строительство и потопление «Титаника» (1912 год), чтобы уничтожить главных критиков создания Федеральной системы (1913 год)<sup>\*\*</sup>. А автор<sup>\*\*\*</sup> вышедшей в 1989 году книги Crossfire («Перекрестный огонь») возложил на силы, лояльные ФРС, вину за убийство Джона Кеннеди. (Кеннеди издал указ под номером 11110, который якобы положил начало попыткам обуздать неконтролируемую власть ФРС, поэтому сторонникам ФРС нужно было

---

<sup>\*</sup> Издана на русском языке: Пол Р. Покончить с ФРС. СПб : Питер, 2014. *Прим. ред.*

<sup>\*\*</sup> Джей Пи Морган, ярый сторонник Федеральной резервной системы, действительно помогал создавать и финансировать холдинг, принадлежавший White Star Line, судостроительной компании, которая построила «Титаник». И он правда забронировал место в первом рейсе гиганта, но в последнюю минуту отказался от путешествия. А вот Джон Джейкоб Астор IV, самый богатый на то время в мире человек и ярый противник идеи создания американского центрального банка, отправился на «Титанике» в плавание. Коварный план Моргана был якобы вдохновлен вышедшим в 1898 году романом «Гибель титана», в котором «непотопляемый» корабль тонет в Северной Атлантике, потому что идет слишком быстро и наталкивается на айсберг. В книге большинство пассажиров погибают из-за отсутствия спасательных шлюпок. См. [http://www.reddit.com/r/conspiracy/comments/1xni4f/did\\_jp\\_morgan\\_build\\_the\\_titanic\\_to\\_kill\\_off\\_the/](http://www.reddit.com/r/conspiracy/comments/1xni4f/did_jp_morgan_build_the_titanic_to_kill_off_the/).

<sup>\*\*\*</sup> Джим Маррс — американский журналист, писатель-конспиролог. Упомянутая книга — его самое известное произведение, положенное в основу фильма Оливера Стоуна «Джон Ф. Кеннеди. Выстрелы в Далласе» (1991). *Прим. ред.*

остановить президента.) Современные теории заговора сосредоточились на ФРС как части клики глобальных банкиров, намеренных обогащаться за счет остальных жителей планеты, — мысль, подтверждаемая случаями щедрой финансовой помощи проблемным банкам во времена финансового кризиса. При наличии интернета и свободного времени после обеда можете прочесть в сети и о множестве других довольно дурацких теорий. В журнале *Research Magazine* в 2010 году была опубликована статья о ФРС и ее врагах, в которой задокументированы многие «беспочвенные и даже странные обвинения». Одни из них забавные, другие довольно страшные, но все на редкость творческие. Но, как метко отмечает автор статьи, «то, что эти идеи нелепы, еще не значит, что они нелогичны и непоследовательны» [5]. Говорят, например, что в укрытии Усамы бен Ладена в числе прочих материалов для чтения была книга «Секреты Федеральной резервной системы», написанная человеком, отрицающим Холокост. Ее автор утверждает, что ФРС представляет собой преступный синдикат, контролируемый элитой финансового мира исключительно в собственных интересах [6].

Надо признать, что ФРС — учреждение непрозрачное и малоизученное — нередко сама усугубляет имиджевую проблему, намеренно прикрывая свою деятельность пеленой таинственности. Например, риторика Алана Гринспена в годы его пребывания на посту главы ФРС была настолько непонятной для обычных людей, что сотрудники радиoproграммы *Motley Fool* придумали игровую викторину под названием «Что сказал глава ФРС?». Ведущие проигрывали аудиозапись показаний Гринспена в Конгрессе США и предлагали слушателям позвонить на радио и попытаться кратко объяснить сказанное. Я был на викторине судьей. Любой, кто мог более-менее точно «перевести» выдержки из высказываний Гринспена на доступный для понимания язык, получал в награду шляпу. Признаться, шляп мы тогда раздали немного.

Книга, которую вы сейчас читаете, отчасти мотивирована именно желанием сдернуть завесу тайны с ФРС, равно как и с других центральных банков. Центральный банк, как правило, выполняет три ключевые функции: управляет денежной массой, выступает кредитором последней инстанции, регулирует финансовую сферу. (Регуляторная функция часто реализуется совместно с другими ветвями власти.) В США ФРС имеет дополнительную миссию — использование кредитно-денежной политики в целях

содействия обеспечению полной занятости населения. У каждого развитого государства есть институт, подобный ФРС: Банк Англии, Резервный банк Индии, Европейский центральный банк (который контролирует всю еврозону), Банк Японии и другие. Обязанности этих учреждений определяются непосредственно явлениями, описанными в предыдущих главах. Центральный банк может предотвращать финансовые паники, сглаживать экономические колебания и поддерживать стабильность стоимости фи- дуциарных денег. Конечно же, центральные банки могут использовать денежно-кредитную политику не только на благо, но и во вред. Центральный банк Зимбабве, например, уничтожил экономику собственной страны избыточной эмиссией денег; в США 1930-х годов совсем еще молодая ФРС позволила денежной массе стремительно сокращаться, превратив то, что могло бы остаться рутинным спадом экономической активности, в Великую депрессию. Разумеется, врач может вылечить рак, но он может и ампутировать здоровую конечность. То же самое относится и к управляющим центральными банками.

Как многие американские институты, ФРС представляет собой довольно причудливое сочетание централизованных и децентрализованных полномочий. Она включает двенадцать региональных резервных банков, обслуживающих регионы всей страны. Систему контролирует совет из семи управляющих, которых назначает президент не более чем на один срок (четырнадцать лет), а затем утверждает Сенат. Кроме того, президент также назначает главу ФРС и его заместителя (в настоящее время это Джанет Йеллен и Стэнли Фишер соответственно). Как уже отмечалось ранее, ни один из членов совета директоров не может быть уволен за свои решения или действия, связанные с политикой. Подобно судьям Верховного суда их назначение является политическим решением, но впоследствии они полностью изолированы от политического процесса. Двенадцать региональных резервных банков представляют собой квазигосударственные учреждения, предназначенные для обслуживания как государственных банков, так и банков — членов ФРС в соответствующем регионе. Все федеральные коммерческие банки обязаны быть членами своего регионального резервного банка и, следовательно, держать в нем свои активы. Банки, действующие в юрисдикции штата, могут сами решать, быть ли им акционерами ФРС. Банки — члены ФРС выбирают совет директоров для каждого резервного банка, а совет, в свою очередь, выбирает президента.



Эта довольно запутанная структура, в частности тот факт, что региональные банки на бумаге принадлежат частным банкам Америки, в значительной мере способствует появлению теорий заговора, витающих вокруг ФРС. На практике президенты региональных резервных банков весьма существенно влияют на кредитно-денежную политику, проводимую госчиновниками Вашингтона. Федеральный комитет по операциям на открытом рынке ФРС (Federal Open Market Committee — FOMC) — орган, который повышает либо понижает процентные ставки и определяет многие другие ключевые политические меры. FOMC состоит из семи членов совета управляющих, президента Федерального резервного банка Нью-Йорка и четырех президентов региональных банков, которые меняются на ротационной основе. (Строго по очереди!) Так что Женщина — борец с дефляцией и правда лишь один из членов влиятельного комитета со всего одним голосом. (Впрочем, фильм под названием «Женщина, заседающая во влиятельном комитете» не прошел бы тестирование в фокус-группах даже с Анджелиной Джоли в главной роли.) В реальности же глава ФРС пользуется при принятии решений в области кредитно-денежной политики несоразмерной властью. В последние десятилетия FOMC склонен действовать на основе консенсуса, и ответственность за его достижение возлагается на председателя. Члены комитета порой не согласны с принятыми решениями, но такие случаи обычно становятся сенсацией — в отличие от Верховного суда, где единодушные решения считаются нетипичными.

Какие инструменты использует центральный банк, логически вытекает из нашего обсуждения банковской деятельности в предыдущей главе. Во-первых, центральный банк устанавливает резервные требования, то есть количество средств, которые коммерческий банк должен иметь в хранилище или на депозитах ФРС на случай, если вкладчики попросят вернуть деньги. Например, резервное требование в размере 50% означает, что банкам разрешено выдать в качестве кредитов половину своих средств. Резервное требование в размере 10% позволяет банкам ссужать значительно больше — 9 из каждых 10 долларов на депозитах. Второй вариант способствует более агрессивному кредитованию и делает систему гораздо уязвимее к шокам. Как уже обсуждалось в предыдущей главе, долевая (ограниченная) банковская система создает новые деньги. При резервном требовании в 50% каждый новый доллар, влитый в банковскую систему, увеличивает денежную

массу на два доллара, а при требовании в 10% в потенциале повышает предложение денег на целых 10 долларов\*. При прочих равных условиях снижение резервных требований увеличивает денежную массу, а повышение, соответственно, производит обратный эффект. Как уже отмечалось ранее, банки могут хранить эти резервы на депозитах ФРС, чтобы не держать огромные суммы наличных денег в своих хранилищах. Центральный банк может выплачивать проценты на хранящиеся в нем резервы и даже на резервы сверх нормативов обязательных резервов (избыточные резервы). Манипулирование этой процентной ставкой — по сути, процентом, который банки получают за хранение своих средств на депозитах ФРС, вместо того чтобы выдать их в качестве кредитов, — еще один инструмент, используемый центральным банком для стимулирования либо сдерживания кредитования банками — членами ФРС.

Центральный банк может также кредитовать банковскую систему напрямую — через так называемое дисконтное окно. Мы уже говорили, что ФРС играет роль кредитора последней инстанции, то есть, как следует из названия, банки побуждают сначала отправиться за кредитом в другое место. Процентная ставка, по которой ФРС кредитует средства непосредственно банкам, то есть учетная ставка (или ставка рефинансирования), как правило, устанавливается на уровне несколько выше рыночной ставки, по которой банки заимствуют друг у друга\*\*. Исторически так сложилось, что заимствование у центрального банка не только влечет за собой небольшой денежный штраф, но и ставит клеймо на репутации банка. Заимствовать у ФРС — это

---

\* Данное соотношение формально известно как денежный мультипликатор, который связывает количество депозитов с более широким предложением денег. Денежный мультипликатор =  $1 \div$  норма резерва. Для крупных коммерческих банков США норма обязательных резервов составляет 10%. Таким образом, каждый новый доллар на депозите в потенциале может увеличить денежную массу на  $1 \div 0,1$  доллара, или на 10 долларов, при условии, что банк кредитует все имеющиеся у него в наличии средства. Справедливо, конечно же, и обратное. Если депозиты массово уходят из системы, скажем когда паникующие вкладчики предпочитают держать наличные под матрасом, предложение денег может резко сократиться. Это, кстати, стало одним из главных факторов, повлиявших на продолжительность и глубину Великой депрессии.

\*\* Термин «учетная ставка», или «ставка рефинансирования», берет свое начало из тех времен, когда банки обычно осуществляли кредитование путем выкупа у торговцев счетов-фактур с дисконтом. Если кто-то мне должен с данного момента 100 долларов в месяц и банк сегодня выкупает это долговое обязательство за 98 долларов, он, по сути, берет с меня 2% за месяц кредита.

все равно что одалживать деньги у родителей после того, как вам перевалило за тридцать. Вы, конечно, можете так поступить, но абсолютно все участники данной транзакции предпочли бы осуществить ее где-нибудь в другом месте. Дисконтное кредитование ФРС базируется на наставлении Уолтера Бэджета, который советовал кредитору последней инстанции смело кредитовать под карательный процент. На пике финансового кризиса Morgan Stanley и Goldman Sachs, два ведущих инвестиционных банка Америки, официально, на законодательном уровне, перерегистрировались в традиционные банковские холдинги — отчасти для того, чтобы иметь доступ к экстремальному кредитованию в ФРС [7].

Обычно центральный банк обладает законной монополией на создание новых денег, хотя и электронным способом, а не путем включения печатного станка. Эти полномочия наделяют ФРС уникальной способностью либо вливать деньги в экономику, либо извлекать их оттуда, тем самым манипулируя «ценой» денег (процентными ставками). Эти же полномочия обеспечивают финансовую систему неограниченной ликвидностью. У эффективного и благоразумного кредитора последней инстанции глубокие карманы, что позволяет ему убеждать финансовые рынки в отсутствии поводов для паники. (Сбережений, отложенных Джорджем Бейли на медовый месяц, оказалось достаточно, чтобы убедить вкладчиков, что они непременно получат свои деньги обратно, — и они перестали требовать немедленного их возврата.) А у центральных банков карманы поистине бездонные. Теоретически предела количеству денег, которые центральный банк может создать для борьбы с экономическими трудностями, не существует. Например, в ответ на финансовый кризис 2008 года ФРС влила в глобальную экономику четыре триллиона долларов. Ну кому, скажите на милость, нужен костюм из спандекса, если тебе под силу такое?

И наконец, центральный банк может повышать либо понижать краткосрочные процентные ставки в масштабах всей экономики. Очевидно, что Джанет Йеллен не вправе прямо указать вашему отделению Citibank, какую ставку вы должны платить по ценным бумагам, обеспеченным корабельными займами, но она может достичь этой цели окольными путями. Центральные банки по всему миру манипулируют процентными ставками в своих странах за счет увеличения или уменьшения предложения средств, доступных для кредитования. (Как именно им это удастся, мы очень скоро обсудим.) А пока учтите, что процентная ставка — это всего лишь «цена» заемных

средств. Увеличение их предложения в экономике по сравнению со спросом на них ведет к снижению рыночных процентных ставок. (Ссудного капитала становится больше, следовательно, цена на него падает.) Уменьшение предложения ссудного капитала, естественно, имеет обратный эффект.

В США ориентиром по краткосрочным процентным ставкам является ставка по федеральным фондам, то есть процент, под который один частный банк кредитует средства другому на срок до начала следующего рабочего дня (так называемый кредит овернайт). Как отмечалось чуть выше, ФРС не может напрямую влиять на эту процентную ставку, а потому решает сократить ставки на четверть процента, что, как правило, означает, что она сократила *целевую ставку по федеральным фондам* на 0,25%. ФРС готова делать все, что понадобится, чтобы побудить частные банки кредитовать друг друга дешевле — в среднем на четверть процента. И что для этого нужно? Увеличить количество денег в банковской системе, чтобы предложение заемных средств росло, а цена заимствования, соответственно, снижалась. Федеральная резервная система меняет предложение денег, повышая либо понижая цену кредитования, что более понятно описывает суть процентной ставки.

А как именно ФРС изменяет предложение денег? Этой цели можно достигнуть несколькими способами. Скажем, Джанет Йеллен могла бы натянуть на себя облегающий костюм и курсировать по стране в бронированном грузовике, раздавая банкам новые деньги. Или другой вариант: люди из ФРС, сидя перед навороченными компьютерами, могли бы рассылать новые деньги удачливым вкладчикам произвольно выбранных банков — этакая комбинация кредитно-денежной политики с лотереей. (Вот это было бы веселье!) А еще всегда остается вариант разбрасывания наличных с вертолетов (большая часть этих денег осядет на банковских депозитах). Каждый из перечисленных подходов к манипулированию денежной массой по-своему забавен и интересен, но все они имеют два важных недостатка. Во-первых, ФРС будет влиять на благосостояние американцев не системно, а случайным образом, что совершенно не согласуется с миссией этой структуры. Во-вторых, даже если бы американцы согласились терпеть такие беспорядочные депозиты в условиях увеличения денежной массы, они были бы гораздо менее стоворчивы, если бы ФРС начала сокращать предложение денег — иными словами, когда Джанет Йеллен принялась бы развезжать в бронированном грузовике, не раздавая, а забирая у людей наличные. (Это уже не так весело.)

Центральные банки поступают намного умнее. В США ФРС покупает и продает банкам казначейские облигации\*, используя процесс под названием «операция на открытом рынке». Банки держат облигации по той же причине, что и индивидуальные инвесторы: эти ценные бумаги представляют собой безопасный способ хранения денежных средств, которые в данное время не нужны владельцу для каких-то иных целей. *Точнее говоря, банки приобретают облигации на средства вкладчиков, не выданные другим клиентам в качестве кредитов.* Если ФРС хочет увеличить денежную массу, трейдеры Федерального резервного банка Нью-Йорка скупают государственные облигации у банков, желающих их продать. Суть в том, что банки отдают государственные облигации, которые не могут быть превращены в кредит, в обмен на деньги, которые могут использоваться для займа. Когда Citibank продает облигации на 100 миллионов долларов за 100 миллионов новых денег, эти средства могут быть выданы в качестве кредитов. (Банки с наибольшими возможностями в области создания новых кредитов с высокой вероятностью продают облигации ФРС в обмен на новые деньги, что является еще одной из привлекательных характеристик данного процесса.) По вышеописанным причинам эти новые средства оказывают на экономику каскадный эффект. Каждый новый доллар, введенный ФРС в банковскую систему, способен поддерживать восемь-девять долларов в форме новых займов.

Чтобы снизить предложение денег, ФРС, соответственно, продает облигации банкам, удаляя из банковской системы средства, предназначенные для кредитования. Citibank покупает у ФРС облигации стоимостью 100 миллионов долларов, отдавая за них 100 миллионов долларов, которые в противном случае могли бы быть выданы в качестве кредитов. И Джанет Йеллен не приходится колесить в бронированном грузовике, чтобы забрать у банков деньги.

---

\* На языке непрофессионалов облигацией называют любой долговой инструмент, с помощью которого одна сторона кредитует деньги другой на определенный период под определенную согласованную процентную ставку (фиксированную либо плавающую). Но если говорить о Казначействе США, то тут терминология существенно сложнее. Формально срок погашения долгосрочных казначейских облигаций составляет от десяти до тридцати лет, среднесрочных — от года до десяти, а краткосрочные казначейские облигации (векселя) погашаются в течение года. Чтобы не увязнуть в профессиональном жаргоне, я буду (довольно лениво) использовать термин «облигация» для всех этих ценных бумаг. Термин «казначейские ценные бумаги» в этой книге также включает в себя все три понятия.

Ставка по федеральным кредитным средствам — своего рода термостат кредитного рынка, который ФРС устанавливает на определенный показатель, а затем проводит операции на открытом рынке до тех пор, пока не будет достигнута целевая процентная ставка. Тут важно понимать, что ФРС создает не новое *богатство*, а всего лишь новые деньги. В отличие от разбрасывания денег с вертолетов или их произвольного (лотерейного) распределения по банковским депозитам, когда ФРС вливает в систему новые деньги, богаче никто не становится (равно как и никто не беднеет при изъятии средств). Тут все дело в ликвидности. ФРС обменивает деньги на эквивалентную сумму облигаций, и наоборот. Как отмечалось ранее, для выхода из Великой рецессии ФРС влила в экономику около четырех триллионов долларов новых денег, или ликвидности, но за этот же период приобрела облигации и другие активы на те же четыре триллиона. Финансовый кризис заставил ФРС пойти на весьма необычные меры, которые мы объясним и проанализируем в главе 9. Впрочем, несмотря на шумиху по этому поводу, на самом деле это были лишь вариации на тему все тех же базовых сценариев.

В какой-то момент (предположительно, когда экономика приблизится к своему максимальному потенциалу) ФРС начнет раскручивать этот процесс в обратном порядке, продавая облигации в банковскую систему с тем, чтобы изъять из нее ликвидность и сократить денежную массу. На протяжении ряда лет после финансового кризиса процентные ставки оставались крайне низкими по историческим стандартам, а финансовые новости постоянно пугали страшилками о том, что ФРС начнет закручивать гайки на кредитных рынках (повышать процентные ставки).

Центральный банк корректирует цену денег. Иными словами, одним своим решением наш реальный, неприукрашенный супергерой — Женщина, заседающая во влиятельном комитете, — способен изменить цену кредитования, а следовательно, и поведение потребителей и инвесторов во всем мире.

Куда же приложить столь невероятную силу?

## **Управлять ценами**

Как уже не раз говорилось, предложение фидуциарных денег теоретически безгранично и кому-то надо держать этот процесс в узде. Основная цель любого центрального банка — поддержание стоимости денег.

По причинам, изложенным в главе 3, большинство центральных банков не нацелены на нулевую инфляцию. Вместо этого они рекламируют определенный целевой ориентир по инфляции, или диапазон инфляции. Федеральная резервная система США установила целевую инфляцию на уровне 2%, Европейский центральный банк — ниже, но близко к 2% [8], в Новой Зеландии целевой диапазон — от 1 до 3% [9] и так далее. В этой точке задача центрального банка начинает чем-то напоминать ярмарочную игру: знай повышай либо понижай процентные ставки, чтобы удержать инфляцию вблизи установленной цели или в указанном диапазоне. (Повышение процентных ставок, как правило, называют ужесточением кредитно-денежной политики, а их снижение, соответственно, ослаблением). Вот как это обычно работает.

1. Любая экономика в краткосрочной перспективе имеет «ограничение скорости» — относительно фиксированную способность производить товары и услуги. В краткосрочной перспективе мы располагаем конечным предложением всего, в чем нуждается экономика по мере роста: земля, рабочая сила, сталь, инструкторы йоги и прочее. Если спрос на товары и услуги превышает наши возможности по их производству, цены будут расти. Так бизнес нормирует дефицитные продукты. Нехватка стали приводит к росту цен на сталь. Дефицит рабочей силы приводит к повышению зарплат (это звучит весьма привлекательно, только вот увеличение заработной платы, как правило, «съедается» более высокими ценами на все, что работники хотят купить) и так далее. И наоборот, когда экономика слабеет, цены обычно снижаются (под действием факторов, рассмотренных в главе 3). Если у автодилера накапливаются большие товарные запасы, которые не распродаются, он уменьшает цифры на ценниках. Если квартиры пустуют, арендная плата на них, как правило, падает.
2. Цена кредитования влияет на спрос на товары и услуги. Вы с большей вероятностью купите новый Mercedes, если имеете возможность расплатиться деньгами, взятыми под 2%, нежели под 5%. То же самое касается домов, стиральных машин и всего, что обычно приобретается в кредит. Если же говорить о компаниях, им дешевле (и следовательно, выгоднее) расширять бизнес, когда процентные ставки падают (при прочих равных условиях). Очевидно, что, когда ставки растут, весь процесс работает

в обратном направлении: все, что предполагает использование заемных средств, дорожает\*.

3. Центральные банки управляют ценой кредита (процентными ставками), чтобы экономика функционировала на уровне, максимально приближенном к ее предельной скорости. Если экономика «перегревается» — то есть спрос превышает объемы производства, — цены в масштабах всей экономики растут и результатом становится инфляция. С другой стороны, если экономика растет медленнее своего потенциала, значит, ресурсы простаивают. Заводы закрываются, работники становятся безработными. Избыток производственных мощностей приводит к падению цен: в результате возникает дефляция. Она также сопровождается значительными проблемами для людей — мысль, к которой мы не раз будем возвращаться во второй половине книги.
4. Стоит отметить, что если цены неуклонно поднимаются в течение достаточно долгого времени, этот процесс становится неконтролируемым, так как потребители и компании начинают предвидеть инфляцию (так называемые инфляционные ожидания). Рабочие автоматически принимают требование повышения заработной платы с учетом ожидаемой инфляции, компании включают в свои планы регулярный рост цен — отчасти потому, что работники настойчиво просят прибавки. А как только инфляционные (или дефляционные) ожидания глубоко внедряются в экономику, переломить эту тенденцию чрезвычайно трудно. Цены растут или падают по той же причине, по которой моя мама всегда готовит устричный соус на День благодарения: просто потому, что так было в прошлом году\*\*.

---

\* Процентные ставки влияют на экономику еще по двум менее очевидным каналам. Во-первых, когда центральный банк снижает ставки, это, как правило, ослабляет валюту, что, в свою очередь, обуславливает увеличение экспорта; об этом мы подробнее поговорим в следующей главе. Во-вторых, снижение процентной ставки ведет к росту цен на активы, особенно на жилье (потому что низкие процентные ставки делают ипотечные кредиты более доступными) и на акции (поскольку более низкие процентные ставки по облигациям повышают привлекательность ценных бумаг). В результате роста цен на активы многие домохозяйства богатеют и, следовательно, более склонны тратить деньги. Ключевая идея заключается в том, что при прочих равных условиях более низкие процентные ставки ускоряют рост экономики, а более высокие, наоборот, замедляют.

\*\* Мы с женой лет десять назад, унаследовав право на проведение семейного ужина в День благодарения, успешно аннулировали устричный соус, став для этого замечательного праздника кем-то вроде Пола Волкера.



Как известно, в большинстве ярмарочных игр попасть в цель сложнее, чем кажется на первый взгляд. С инфляцией та же история. Начнем с базовой проблемы поддержания стабильности цен: а о каких именно ценах идет речь? По ряду причин, описанных в главе 3, надежной и единственно правильной меры инфляции (или дефляции) не существует. Например, ФРС, как правило, делает акцент на базовой инфляции, показатель которой исключает цены на продукты питания и энергоносители, хотя «общая» (или потребительская) инфляция включает в себя полный набор товаров, входящих в индекс потребительских цен. Логика данного решения в том, что цены на продукты питания и энергоносители склонны к неустойчивости. Быстрый рост цен на эти продукты может отражать скорее политическую напряженность в Венесуэле или плохой урожай в Айове, нежели базовые инфляционные факторы в рамках всей национальной экономики. В связи с этим современные критики ФРС утверждают, что инфляция на самом деле выше, чем кажется, потому что ФРС в буквальном смысле ищет ее не там, где надо. А прежде чем договариваться о времени встречи, необходимо сверить часы.

В действительности все намного сложнее. Центральному банку приходится бороться с ростом или падением цен еще до того, как они начинают расти или падать. Уэйн Гретцки, величайший хоккеист всех времен, однажды описал свой уникальный талант так: «Я качусь туда, где шайба будет, а не туда, где она только что была». То же самое можно сказать и о деятельности центрального банка. Федеральная резервная система реагирует не на уже существующие цены, а на то, какими они, по ее мнению, будут. Почти все, что связано с кредитно-денежной политикой, происходит с некоторым отставанием, а это означает, что причина от следствия отделена временем. Если урожай зерна на Среднем Западе этим летом не задался, цены на продукты питания могут вырасти уже осенью, в следующем году или в обоих случаях. Поэтому в ФРС проводится огромное количество всевозможных исследований и анализов: специалисты пытаются выяснить, куда полетит шайба в следующий момент. Перед каждым заседанием FOMC руководители ФРС подготавливают доклад под названием «Текущие экономические и финансовые условия», или «Зеленую книгу» ФРС, незатейливо прозванную так из-за зеленой обложки. (У этих людей столько дел, что им явно не до творчества.) Их задача — обобщить и учесть все внутренние и международные экономические факторы, имеющие отношение к политике ФРС.

Затем на основе данного анализа составляется отчет под названием «Альтернативы кредитно-денежной политики», или «Синяя книга», где излагаются альтернативные варианты кредитно-денежной политики, которые FOMC может рассмотреть на предстоящем совещании [10]. (Вопрос на засыпку: как думаете, почему этот документ называется «Синей книгой»?\*)

Бывший глава ФРС Уильям Мак-Чесни Мартин описывал принцип работы системы так: «Вам нужно унести чашу с пуншем, когда вечеринка приближается к апогею». С точки зрения борьбы с инфляцией, когда гости начнут танцевать на столах, будет уже слишком поздно. И хотя со времени создания ФРС с дефляцией у нее проблем было меньше, чем с инфляцией, метафора годится и для описания этого явления: слишком поздно унести чашу с пуншем, если музыканты уже зачехлили инструменты, а самые веселые гости разошлись. В обоих случаях суть в том, что когда центральный банк поднимает или понижает процентные ставки, влияние на экономику — и в конечном счете на цены — происходит с некоторым отставанием, особенно если инфляционные или дефляционные ожидания надежно овладели участниками рынка. Если компании привыкли поднимать цены на 10% в год, а работники ожидают соответствующей прибавки к зарплате (или изначально договорились с работодателем о коррективах на дороговизну, что автоматически повышает их заработную плату с учетом инфляции), изменить эту модель крайне трудно. Пол Волкер вспоминает, как один профсоюзный лидер сказал ему через полгода после того, как тот начал борьбу с инфляцией: «Все это, конечно, интересно, но послушайте, как я к этому отношусь. Я только что договорился о повышении зарплат для наших сотрудников на 13% в год на следующие три года и, знаете, очень доволен этим результатом» [11].

Более высокие процентные ставки со временем замедляют рост экономики, но соответствующая служебная записка от ФРС может прийти только спустя несколько месяцев. Насколько существенным может быть такое отставание? Здесь все зависит от целого ряда разных уникальных обстоятельств. В итоге мы получаем эффект, отдаленно напоминающий вождение автомобиля, педали газа и тормоза которого работают с большими непредсказуемыми задержками. Представьте, что вы вдавливаете в пол педаль тормоза, а машина реагирует на ваши действия пятиминутной давности, когда

---

\* Отчет называют «Синей книгой» в честь первого главы ФРС Гарри Блюбука (в переводе с англ. «синяя книга»). Ну ладно, я шучу. Конечно же, из-за синей обложки.

вы, наоборот, давили на газ, и, понятно, становится неуправляемой. Или вы жмете на тормоз, но он иногда срабатывает сразу, а иногда только через пару километров.

Я уже говорил, что Конгресс США тоже жмет на газ и тормоз, причем так, что это часто не согласуется с целями ФРС? Налогово-бюджетная политика, регулирующая налогообложение и государственные расходы, также способна ускорять или замедлять экономику страны. Снижение процентных ставок может способствовать экономическому росту, но этот же эффект при определенных условиях приводит к серьезному увеличению государственных расходов или снижению налогов. (Сокращение государственных расходов или повышение налогов, понятно, производят в потенциале обратный эффект.) Я совершенно уверен в том, что где-то во Вселенной есть планета, на которой конгресс вдумчиво и тщательно разрабатывает финансовую политику в полной гармонии с тем, чего пытается достичь тамошняя ФРС, просто нам с вами не посчастливилось на ней жить. Так что вернемся к вождению: представьте себе ФРС за рулем учебного автомобиля, в котором на переднем пассажирском сиденье расположились Конгресс и президент, причем у каждого собственный комплект педалей. Они могут давить на педаль тормоза или газа (или на обе одновременно, как, между нами говоря, делали не раз) способами, которые не согласуются с целями ФРС.

Если вы все еще думаете, что, достигнув целевого ориентира по инфляции, можно поймать золотую рыбку, то пока этого не произошло. Я периодически говорю о предельной скорости в экономике, то есть определенном уровне производства товаров и услуг, не ведущем к инфляции. Так вот, самое смешное: *мы действительно не знаем, каким именно должно быть это ограничение.* В 1990-х годах Алан Гринспен и ФРС ломали голову над вопросом, в какой степени интернет и информационные технологии повысили производительность американских рабочих. Если работники, оснащенные компьютерами и интернетом, стали гораздо продуктивнее, то экономика может расти быстрее, не вызывая инфляции, то есть без превышения предельной скорости. Но измерить производительность труда в режиме реального времени крайне трудно. Нобелевский лауреат Роберт Соллоу весьма точно заметил в 1987 году: «Компьютерная эра проявила себя повсюду, кроме статистики продуктивности» [12]. Взаимосвязь между технологиями и производительностью была — и остается — важнейшей

переменной для центральных банков, старающихся нащупать нужное ограничение скорости.

После финансового кризиса Бену Бернанке и Джанет Йеллен нужно было оценить вероятность возвращения работников, которые во время экономического спада потеряли работу. Если такая вероятность высока, у экономики будет достаточно возможностей для роста, прежде чем уменьшение безработицы породит инфляционное давление. В противном случае — если большинство людей, которые перестали искать работу во время великой рецессии, так и не вернутся в строй, — скоростной предел для американской экономики надолго останется на более низком уровне.

### **Быть кредитором последней инстанции**

Далеко не каждая экономика может рассчитывать на то, что некий Джордж Бейли ради спасения банковской системы пожертвует собственными сбережениями на медовый месяц. Как говорилось в предыдущей главе, одной из характерных особенностей современной финансовой системы является потребность в ликвидности в условиях кризиса. Центральному банку не приходится справляться с этим в одиночку. После Великой депрессии с целью предотвращения массового изъятия денег из банков была основана Федеральная система страхования вкладов. В результате большинство вкладчиков уже не мчатся в банк за деньгами при малейших слухах о том, что он может обанкротиться: им просто все равно. Государство возместит убытки. (Хотя это и создает определенные проблемы, к которым я вернусь через минуту.) Но, как наглядно продемонстрировал 2008 год, значительная часть остальной глобальной финансовой системы по-прежнему подвержена негативному влиянию современной вариации давно знакомого нам массового изъятия средств — явления, которое журналист и экономист Тайлер Коуэн охарактеризовал как «эпоху теневого панического снятия вкладов».

Коуэн в 2012 году писал: «Современный банк означает суматошный уход из фондов денежного рынка, исчезновение надежного залога по межбанковским кредитам овернайт или внезапный приток краткосрочных кредитов в проблемные финансовые институты». Обстоятельства вроде новые, а поведение давно знакомое: в сложные времена люди и учреждения хотят вернуть свои деньги, что значительно усугубляет и без того непростую ситуацию [13]. И хотя реакции ФРС на финансовый кризис разнообразны и комплексны, большинство из них очень сильно смахивают на действия Джорджа Бейли,

раздающего наличные в вестибюле Building & Loan. Центральный банк Америки совместно с другими центральными банками мира использовал весь набор инструментов для того, чтобы платежеспособные компании не стали неплатежеспособными из-за отсутствия доступа к кредитам. Главная опасность финансовой паники — склонность проблемных фирм тащить за собой вниз остальных. Банковская система была в огне, и действия ФРС представляли собой монетарный эквивалент вливания ликвидности из мощного брандспойта. А в следующей главе появится еще и Международный валютный фонд (МВФ) — со своим пожарным шлангом. Эта организация играет роль кредитора последней инстанции для попавших в трудное положение стран. К кому, вы думаете, обращаются Мексика и Турция при потребности в экстренном кредитовании? К МВФ.

Как вы уже наверняка догадались, концепция кредитора последней инстанции изначально связана с проблемой, поскольку каждый здравомыслящий человек предпочтет избежать пожара, а не тушить его. И чем лучше работает местная пожарная команда, тем меньше людей волнует такой «пустяк», как хранение канистры с бензином возле печки. Чтобы разобраться в природе этой проблемы, которую экономисты называют риском недобросовестности (или моральным риском), давайте сделаем небольшое отступление. В частности, обсудим действия моего свояка, который обожал покупать депозитные свидетельства (ДС). По такому свидетельству выплачивается фиксированная процентная ставка, как по чековому или сберегательному счету, но деньги вкладчика блокируются на определенный период времени, скажем на полгода или год. Федеральное правительство страхует ДС на сумму до 250 тысяч долларов на каждого вкладчика, так же, как текущие депозиты.

Так вот, мой свояк обычно выискивал в газете информацию, в каком банке страны предлагают по ДС максимальные проценты, и в результате находил какой-то малоизвестный банк, который платил на четверть или полпроцента больше конкурентов. Туда-то он и вкладывал свои денежки. А если потом в газете писали, что президент этого сомнительного банка арестован за торговлю наркотиками или все шесть филиалов банка сгорели в результате несчастного случая, который «до сих пор расследуется», — что ж с того? В лучшем случае президента банка признают невиновным, и мой свояк продолжит зарабатывать более высокие проценты, чем в каком-то другом финансовом институте, в худшем — банк прогорит (в буквальном или

фигуральном смысле) и вклады вкладчикам вернет государство. Иными словами, как ни поверни, моему свояку вершки, а государству корешки. Эта проблема характерна для всех мер в рамках поддержки финансовой системы, — и для любой другой ситуации, когда попытки оградить нас от нашего же собственного рискованного поведения, как правило, приводят к еще более рискованным действиям с нашей стороны. Задача в том, чтобы создать пожарную команду, которая не позволит огню кризиса слишком сильно распространиться, но при этом также сумеет убедить людей впредь воздерживаться от курения в постели.

### **Осуществлять регулирование**

Надо сказать, в конечном счете государство приструнило моего свояка. (Чтобы полностью прояснить ситуацию, отмечу, что он не делал ничего особо предосудительного, а просто рационально реагировал на скверно разработанные правительством стимулы в области страхования депозитных сертификатов. Кстати, будь я не таким ленивым, я и сам поступил бы так же.) Как бы там ни было, в 2009 году государство откорректировало стимулы. И в настоящее время банкам законодательно запрещено предлагать чрезмерно высокие ставки по ДС (по сравнению со средней ставкой по стране), потому что, как выяснили регулирующие органы — ну надо же! — самые привлекательные проценты чаще всего предлагают вкладчикам банки с наименее жизнеспособными балансами [14].

В США ФРС разделяет ответственность за регулирование финансовой системы с другими государственными органами, однако почти в половине стран мира единственным финансовым регулятором является национальный центральный банк [15]. Безусловно, в том, чтобы отдать важную роль регулятора кредитору последней инстанции, есть своя логика. Если от вас ждут, что вы придете на помощь с мешками денег при возникновении финансовых трудностей, вы, конечно, захотите свести к минимуму шансы негативного развития событий. Вовсе не обязательно изучать тысячи страниц федеральных норм и правил, чтобы понять суть финансового регулирования, независимо от того, берет ФРС на себя главную роль или нет. Еще раз скажу, что природа такого регулирования естественным образом обусловлена тем фактом, что проблемные финансовые институты порождают затраты, которые непременно перекинутся на остальную часть финансовой системы. Наиболее обоснованный побудительный мотив регулирования не в том,

чтобы удержать людей или компании от неправильных решений или неразумных поступков, а, скорее, в том, чтобы оградить остальных от последствий их скверного выбора (или же просто невезения). Если бы вы просмотрели десятки тысяч страниц с описанием мер финансового регулирования до или после финансового кризиса, то увидели бы, что они, как правило, входят в одну из следующих категорий.

1. *Предотвращение действий, которые способны привести к проблемам, — образно выражаясь, законодательный запрет курения в постели.* Если компаниям, согласно закону, нельзя заниматься определенными видами рискованной деятельности, опасные негативные последствия менее вероятны. После обвала фондового рынка в 1929 году был принят Закон Гласса — Стиголла, ограничивающий разрешенные коммерческим банкам виды деятельности, поскольку считалось, что спекуляции банков на фондовом рынке привели к краху рынка и последующей Великой депрессии [16]. А после финансового кризиса 2008 года появился Закон Додда — Франка о реформировании Уолл-стрит и защите потребителей (более 3000 страниц), включающий Правило Волкера (разработанное на основе рекомендаций бывшего главы ФРС Пола Волкера), запрещающее банкам использовать собственный капитал для спекулятивных инвестиций. Идея состоит в том, что когда компании делают рискованные инвестиции от лица клиентов, деньги в итоге теряют только клиенты. А компании, по сути, получают комиссионные независимо от того, заработал их клиент или нет. Но если фирмы используют для таких инвестиций собственные деньги (например, Goldman Sachs делает большую ставку на будущий курс китайских акций), они сами могут потерять деньги со всеми вытекающими системными проблемами.

2. *Создание «амортизаторов» для защиты институтов на случай возникновения проблем. (Кто-то все-таки курил в постели, и пожар начался, но его еще можно потушить из шланга.)* Существует масса правил, требующих, чтобы финансовые учреждения были достаточно изолированы для того, чтобы произошедшие в них неблагоприятные события — падение конъюнктуры или резкое изменение процентных ставок — не привели к кризису ликвидности или неплатежеспособности. Например, Базельские соглашения — Базель I, Базель II и Базель III — представляют собой набор международных стандартов, регламентирующих размер капитала, который должен храниться в банке для защиты от невозвратных кредитов. (Эти соглашения названы в честь швейцарского города Базеля, где

находится Базельский комитет по банковскому надзору.) Согласно Базелю III, банки, играющие важную роль в глобальной финансовой системе, должны иметь собственный капитал в размере 7% от суммы активов (по состоянию на 2010 год). Этот капитал — собственные деньги банка, которые могут при необходимости использоваться для компенсации потерь. Базельские рекомендации не имеют силы закона, но, как правило, служат основой для норм, законодательно устанавливаемых национальными правительствами.

После финансового кризиса ФРС разработала стресс-тесты для оценки степени способности крупнейших банков страны выдержать будущие экономические потрясения — вроде тестов на сейсмоустойчивость, только для банков, а не зданий. В 2015 году подобному тестированию был подвергнут 31 банк, после чего выяснилось, что все они впервые имели достаточный запас капитала, чтобы работать безубыточно даже во времена финансового эквивалента землетрясения. Как написала тогда Wall Street Journal, «ежегодный стресс-тест ФРС финансового здоровья 31 банка показал, что все протестированные крупнейшие банки США располагают достаточным капиталом, чтобы продолжать кредитование в период гипотетического экономического шока, когда корпоративные долговые рынки деградируют, безработица достигает 10%, а цены на жилую недвижимость и курс акций резко снижаются. Эти тесты призваны гарантировать, что крупные банки смогут пережить тяжелые потери в трудные для рынка времена без помощи налогоплательщиков» [17].

3. *Защита остальной части системы.* (Ой-ой-ой, судя по всему, обвятый пожаром дом скоро сгорит дотла, но мы все еще можем спасти соседние дома.) Некоторые реформы нацелены на то, чтобы позволить институтам прогореть, не нанеся при этом ущерба более широкой системе. Упомянутый выше Закон Додда — Франка требует от учреждений разрабатывать планы санации (так называемого волеизъявления), то есть планы гипотетического банкротства, показывающие, что данная организация может потерпеть крах, не обрушив остальную финансовую систему.

4. *Назначение системно значимых институтов.* (Если в этом небоскребе начнется пожар, это станет катастрофой для всего города — так будем же к нему особенно внимательны.) Это пример проблемы типа «слишком большой, чтобы обанкротиться». Некоторые организации настолько велики и имеют такие глубокие и сложные взаимосвязи с остальной финансовой системой, что если они потерпят крах или столкнутся с серьезными



проблемами, глобальные последствия будут весьма и весьма плачевными. Реформы в результате принятия Закона Додда — Франка привели к формированию состоящего из пятнадцати членов Совета по надзору за финансовой стабильностью (Financial Stability Oversight Council — FSOC), который отвечает за «выявление рисков и реагирование на угрозы финансовой стабильности» [18]. Глава ФРС автоматически становится одним из десяти членов этого Совета с правом решающего голоса. FSOC обладает полномочиями наделять финансовые учреждения статусом «системно значимых». Институты, получившие такой статус, подлежат надзору со стороны регулирующих органов ФРС и применению других «усиленных пруденциальных нормативов». По состоянию на 2014 год в этот список входили как ряд общеизвестных — JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Citigroup, — так и менее известных глобальных игроков, как, например, Сельскохозяйственный банк Китая [19].

Определить, какие из упомянутых норм и правил произвели ожидаемый эффект, я предоставляю право другому автору. Сам же скажу, что, как показывает история, *фактически изменить* безрассудное поведение неизмеримо труднее, чем *попытаться* это сделать.

## Оптимизировать экономику

В отличие от центральных банков многих других стран мира, ФРС, помимо поддержания ценовой стабильности, в законодательном порядке обязана поддерживать полную занятость населения, то есть бороться с безработицей. (Большинство других центральных банков отвечают исключительно за стабильность цен.) Это иногда называют двойным мандатом ФРС\*. Очевидно, что иметь одну-единственную цель всегда проще, чем две или более. В долгосрочной перспективе стабильные цены способствуют последовательному экономическому росту и максимальной занятости населения. В краткосрочной все гораздо интереснее. Когда Пол Волкер боролся с инфляцией, он, чтобы умерить инфляционные ожидания от системы, намеренно

---

\* Нынешние задачи сформулированы в Законе о реформе Федеральной резервной системы от 1977 года. Данный закон гласит, что ФРС призвана «эффективно способствовать достижению таких целей, как максимальная занятость, ценовая стабильность и умеренные долгосрочные процентные ставки». Последнее требование, как правило, считается избыточным, поскольку наилучший способ обеспечить умеренность долгосрочных номинальных процентных ставок заключается в обеспечении стабильности цен.

спровоцировал рецессию. Компании сворачивали бизнес, работников массово увольняли. Главным было убедить и бизнес, и трудовые ресурсы в том, что ожидать 13-процентной прибавки не следует. Волкер вспоминает: «Проблема двойного мандата меня совершенно не беспокоила. Мы боролись с инфляцией, это и была наша ключевая цель» [20].

Центральным банкам часто приходится принимать сложные в политическом плане решения. Иногда им нужно сознательно замедлить рост экономики, как это сделал Пол Волкер в конце 1970-х. (И народу Человек — борец с инфляцией, как правило, гораздо больше нравится, когда его работа уже сделана, нежели когда она в самом разгаре.) В другие времена ФРС, напротив, критикуют за недостаточные действия по ускорению экономического развития — обычно из-за страха перед будущей инфляцией. Никто не любит, если чашу с пуншем уносят с вечеринки, когда оркестр как раз заиграл заводную мелодию. Если экономика работает на грани своего потенциала, компании получают большую прибыль, а зарплаты растут, почему бы не подождать еще песню-другую? Политики нередко используют разрыв между дикими плясками и неизбежным похмельем с существенной пользой для себя, особенно если на это время приходится выборы. Так, Артура Бернса, главу ФРС с 1970 по 1978 год, часто обвиняют в том, что он подливал в пунш крепкий алкоголь, чтобы обеспечить Ричарду Никсону переизбрание в 1974 году. Бернс впоследствии писал в своем дневнике: «Я занимался вопросами монетарной политики, и [Никсону] не было нужды беспокоиться о том, что Федеральная резервная система может истощить экономику» [21].

Я не уверен, что этого признания достаточно, чтобы уличить Бернса в должностном преступлении. Однако это подтверждает общую идею: центральные банки обычно лучше функционируют при отсутствии чрезмерного политического вмешательства, когда люди, принимающие решения в области кредитно-денежной политики, защищены от краткосрочного прессинга, цели которого нередко противоречат долгосрочным интересам нации. Пол Волкер так вспоминает свою встречу накануне назначения на должность главы ФРС с президентом Джимми Картером в 1979 году: «Он пригласил меня к себе. Разговор у нас вышел очень коротким. [Я сказал], что если возглавлю ФРС, то буду проводить более ограничительную политику, чем [министр финансов Уильям] Миллер. И что я считаю ФРС независимой структурой. И что я очень высоко ценю независимость» [22]. Волкер относился к независимости ФРС настолько серьезно, что, когда президент Рональд

Рейган однажды предупредил, что собирается заскочить в ФРС с визитом, Волкер попросил его этого не делать. Много лет спустя, когда Волкер преподавал в Принстоне, а я был его аспирантом-ассистентом, нам довелось вместе обедать вскоре после одного из посланий президента Билла Клинтона к Конгрессу США. На церемонии, посвященной этому мероприятию, Хиллари Клинтон сидела рядом с тогдашним главой ФРС Аланом Гринспеном. Так вот, Волкер во время обеда заметил, что главе ФРС ни в коем случае не стоило сидеть на публичном мероприятии рядом с женой президента.

Находящийся по другую от США сторону Атлантики Европейский центральный банк (ЕЦБ) полностью институционально независим от любого национального правительственного органа. Хотя официальные лица ЕЦБ могут встречаться с министрами финансов стран Европейского союза или Европарламента, в протоколе ЕЦБ четко указано, что он не должен ни запрашивать, ни получать указаний ни от какого другого органа управления. Как показывает опыт (и соответствующие данные), в долгосрочной перспективе и во многих странах более независимые центральные банки характеризуются более низким средним уровнем инфляции и меньшей волатильностью цен. Как объясняет *Economist*, «общество наделяет невыбираемых технократов широкими полномочиями в области кредитно-денежной политики, так как считает, что они работают эффективнее, чем политики, действующие с прицелом на очередные выборы [23].

Ничто в этой главе не должно было навести вас на мысль, что ФРС или любой другой центральный банк полностью лишены недостатков. В главе 9, например, подробно описывается реакция ФРС на финансовый кризис 2008 года, а в главе 14 рассказывается, как повысить эффективность работы центрального банка (поэтому она так и называется: «Как улучшить деятельность центральных банков»). Да и вообще, как нам известно, экономика может функционировать вовсе без центрального банка. Трудолюбивые и предприимчивые люди на протяжении всей истории человечества находили способы вести торговлю с использованием самых разных денег, облегчающих эти транзакции, — от мешков соли до сегодняшних биткоинов. В США центрального банка не было до 1913 года, то есть до создания ФРС. Два предыдущих центральных банка, Первый и Второй банки Соединенных Штатов Америки, быстро прекратили существование, потому что Конгресс не продлил им лицензии.

Тем не менее нельзя не признать, что благодаря эффективно работающему центральному банку современная экономика функционирует более гладко и успешно. В 2011 году, после завершения наихудшего финансового кризиса, Economist писал: «Центральные банки стали самыми влиятельными и смелыми игроками мировой экономики. В 2008 году, обеспечив финансовую систему ликвидностью, они спасли мир от экономического коллапса. Они способствовали восстановлению экономики, не в последнюю очередь за счет массовой скупки государственных облигаций, и они переписали правила глобального банкинга. Все это сделало их настоящими рок-звездами современности» [24].

Так что, ладно, может, они и не супергерои. Но статус рок-звезды тоже, согласитесь, неплох.

Девальвировать валюту — это все равно что мочиться в постель. В первые мгновения приятно, но довольно скоро становится реальной проблемой [1].

*Чиновник ФРС*

В 2013 году площадь Манучехри в Тегеране охватил страх. Дела работавших там торговцев день ото дня шли хуже, в отличие от прежних времен, когда бизнес был настолько хорош, что деньги складывались буквально штабелями. Что же пошло не так? Почему деловая жизнь практически полностью остановилась? Что к этому привело?

Мир и благоденствие. Или по крайней мере угроза мира и благоденствия.

Дело в том, что тегеранская площадь Манучехри — место сбора нелегальных (но терпимых властями) иранских менял. С годами этот валютный базар эволюционировал — в буквальном смысле на страхах простых иранцев, желающих как можно быстрее обменять иранскую валюту, риал, на американские доллары, — во вполне серьезную отрасль. Чем хуже складывалась ситуация для иранской экономики и риала, тем лучше шел бизнес менял. Но к концу 2013 года перспективы урегулирования ядерной проблемы с США улучшились, что обещало привести к отмене некоторых санкций и, соответственно, выравниванию ситуации в слабеющей иранской экономике. *New York Times* в то время писала: «Фортуна повернулась лицом к многострадальной иранской валюте» [2]. А это означало меньшую прибыль и не столь удачные дни для менял, чей бизнес обычно процветает на резких колебаниях стоимости местной валюты.

Больше всего такому процветанию способствовали решения и действия Махмуда Ахмадинежада, президента Ирана с 2005 по 2013 год, чья

воинственная позиция в международных вопросах и сомнительная внутренняя политика изолировали нацию и ввели национальную экономику в штопор. «Это были фантастические дни», — вспоминал один из торговцев валютой в интервью Times. Ахмадинежад отрицал Холокост, угрожал уничтожить Израиль и реализовывал ядерную программу, что вело ко все большему ужесточению международных санкций. А пока неутешительные новости усугубляли экономический спад, обеспокоенные иранцы, представители среднего класса, бойко обменивали риалы на доллары, чтобы защитить свои сбережения. Однажды в 2012 году иранский риал всего за одну неделю упал по отношению к американской валюте на целых 40% [3].

Ситуация на площади Манучехри может вам многое поведать из того, что нужно знать о валютных курсах. Остальное — уже детали, хотя и чрезвычайно важные, порождающие конфликты и значимые для национальной экономики. В разных странах, как известно, используются разные валюты, и каждую из них можно обменять на товары и услуги там, где эта валюта имеет хождение. Десятидолларовая банкнота непременно обеспечит вам поездку на такси по Манхэттену, а вот таксист в Токио американскую валюту не примет. И наоборот, за тысячу иен вы получите поездку на такси по Токио, но у водителя такси в Нью-Йорке эта купюра ничего, кроме презрения, не вызовет.

Иными словами, клочки бумаги, которые имеют огромное значение в одном месте, практически бесполезны в другом. Я убедился в этом на собственном опыте, когда в конце 1980-х годов жил в дешевом хостеле в Австралии. Пока мы с приятелем гуляли, в наш номер проник вор (или воры) и украл деньги, лежавшие в наших рюкзаках, причем взял он только австралийские доллары, а нашу родную американскую валюту оставил. «Какой же вор пренебрегает американские доллары?» — удивитесь вы. Ленивый. Потому что одну валюту всегда можно обменять на другую — к тому же в большинстве стран абсолютно легально, а во всех остальных (даже в Северной Корее) — без проблем на черном рынке. Но почему и как? Об этом мы и поговорим в данной главе. Как, учитывая, что ни одна современная валюта не имеет внутренней стоимости, определить, по какому курсу один листок бумаги (или байт в электронном регистре) должен обмениваться на другой (или на другие байты)?

В целом ответить на данный вопрос поможет простой пример с иранскими валютными менялами. Очевидно, что одну валюту можно обменять

на другую по тому курсу, на который добровольно согласны обе стороны сделки. Сколько стоит мой Volvo 2001 года выпуска? Столько, сколько готов за него заплатить человек, желающий его приобрести. С валютой все обстоит точно так же — как с бумажной, так и с любой другой. Валютные трейдеры и менялы с площади Манучехри — просто посредники, такие же, как банки или пункты обмена валюты. Они продают доллары за риалы иранцам среднего класса, обеспокоенным тем, что инфляция «съест» их сбережения. А потом сбывают вырученные риалы госчиновникам или компаниям, которые заработали доллары за рубежом и хотели бы конвертировать их в иранскую валюту для покупки местных товаров и услуг. Валютные трейдеры — всего лишь маркетмейкеры. Они подбирают цену, позволяющую достичь равновесия на рынке спроса и предложения риалов и долларов, то есть точки, в которой количество продавцов и покупателей для каждой валюты примерно одинаково (безусловно, с учетом неплохой комиссии за обмен). Мы могли бы добавить к этому процессу дополнительные слои сложности, но сейчас главное — понять, что валютнообменные операции представляют собой добровольные сделки. Словом, обменный курс двух валют отражает цену, по которой здравомыслящие люди считают выгодным обменять одну валюту на другую.

Следует отметить, что государство постоянно вмешивается в эти транзакции. (Скажем, в Иране киоски-обменники официально нелегальны, однако на практике данный запрет реализуется далеко не всегда). Правительства также могут повлиять на то, чтобы хранение средств в той или иной валюте было более или менее выгодным. Махмуд Ахмадинежад сделал это непреднамеренно: экономические трудности заставили иранцев массово обменивать национальную валюту из-за страха перед туманным будущим. Но центральные банки, как правило, действуют в этом плане вполне осознанно. Повышение процентных ставок (при прочих равных условиях) привлекает в страну капитал извне, поскольку инвесторы всегда стремятся получить максимально возможную отдачу на свои инвестиции. Приток нового капитала приводит к росту стоимости национальной валюты — например, иностранцы, чтобы воспользоваться преимуществами более высоких процентных ставок в США, вынуждены скупать доллары. Снижение ставок производит противоположный эффект: национальная валюта начинает обесцениваться.

В любом случае наше понимание сути обменных курсов должно начинаться с осознания простого факта, что большинство валютных операций

представляют собой обмен, а любой обмен — начиная с обмена сладостями в школьном буфете и заканчивая работой менеджеров хедж-фондов, приобретающих недвижимость в Хэмптоне, — базируется на уверенности обеих сторон сделки в ее выгодности.

В общем и целом обменный курс двух валют — цена, по которой одна валюта может быть обменена на другую, — отражает спрос и предложение. Если огромное количество американцев (имеющих доллары) внезапно захотят больше мексиканских песо, спрос на песо вырастет, а на доллар упадет, что непременно приведет к увеличению «цены» песо в долларах. Экономист сказал бы, что песо укрепился по отношению к доллару, но на самом деле цена этой валюты пошла вверх по той же причине, по которой розы дорожают в День святого Валентина: люди готовы отдать за них больше долларов. Если хотите выразить ту же мысль более замысловато, можете сказать, что розы укрепились по отношению к доллару.

Это возвращает нас к таксистам из Нью-Йорка и Токио. Второй основной принцип, касающийся колебаний обменного курса, заключается в том, что в результате обмена одной валюты на другую вы должны получить возможность купить примерно те же товары и услуги, хотя и в другой стране. Если за 10 долларов можно взять такси в Нью-Йорке, то, по всей вероятности, обмен этих денег на иены в Японии по рыночному курсу позволит вам совершить поездку на такси приблизительно на такое же расстояние в Токио. Это соотношение не будет абсолютно точным — по причинам, которые мы обсудим далее. Однако крайне маловероятно, что при обмене 10 долларов в пункте обмена валюты в токийском аэропорту вам дадут достаточно иен, чтобы купить телевизор с большим экраном или, скажем, Honda Civic. Чтобы понять, почему это невозможно, давайте на минуту представим, что возможно. В этом случае у вас мог бы состояться предположительно такой разговор с соседом по комнате.

**Вы.** Эй, что ты собираешься делать в эти выходные?

**Сосед.** Да не знаю пока. Я тут нашел 10,53 доллара под диванными подушками, так что думал посмотреть киношку.

**Вы.** А как насчет того, чтобы слетать в Японию? Сейчас обменный курс такой привлекательный, что, обменяв свои 10 долларов на иены, ты можешь купить два больших телевизора с плоским экраном. Если по возвращении один продать, отобьешь полет.



**Сосед.** Что, правда?

**Вы.** Ну да. И такие возможности есть во всем мире. Вот, например, я на прошлой неделе не пообедал и на сэкономленные 8 долларов купил горнолыжный домик в Канаде.

**Сосед.** Круто!

Если бы подобный невероятный сценарий действительно был возможен, американцы наперегонки спешили бы его реализовать. А когда люди вроде вашего соседа по комнате (и менеджеры хедж-фондов с гораздо более глубокими карманами) начинают агрессивно продавать доллары и скупать иены, иена по отношению к доллару начинает дорожать. При этом цена на телевизоры и другие товары в Японии подскочила бы, потому что американские потребители расхватывали бы их, словно горячие пирожки, а в США снизилась, так как предприниматели очень скоро стали бы перепродавать японские товары в Соединенных Штатах Америки. Такая комбинация изменений курсов валют и цен постепенно сдвинула бы рынок к точке, в которой обменный курс больше не обеспечивал бы потрясающе выгодную сделку ни в одной из стран, то есть к обмену некой суммы долларов на сумму иен, достаточную исключительно для покупки примерно равноценных продуктов.

Эта интуитивно понятная концепция называется «паритет покупательной способности», или ППС. Если на 100 долларов в США можно купить определенную продуктовую корзину, мы должны быть готовы обменять их на любое количество иен, евро или песо, на которые можно приобрести аналогичную корзину товаров и услуг в Японии, Франции или Мексике. Очевидно, что не каждый компонент в корзине будет полностью соответствовать теории ППС. Любой, кто хоть раз ездил за границу, знает, что одни товары или услуги кажутся в других странах удивительно дешевыми (например, стрижка волос в Индии), а другие, напротив, невероятно дороги (скажем, гостиничные номера в Токио). Но в общем данная теория вполне понятна. Если бы обменный курс слишком сильно отклонялся от линии, предсказываемой ППС, рациональные люди сразу бы начали эксплуатировать этот разрыв, как в приведенном выше довольно дурацком, но наглядном примере, и он быстро бы исчез.

Кстати, скорее всего, вы обратили внимание на то, что два упомянутых выше компонента корзины — стрижка в Индии и гостиничные номера

в Токио — не относятся к продуктам, которые можно купить на одном рынке и продать на другом. На экономическом жаргоне они называются неторгуемыми товарами. Рассмотрим практическую разницу между стрижками и телевизорами: телевизоры можно производить в одном месте и продавать в другом, а вот со стрижками такой номер не пройдет. Телевизоры являются торгуемыми товарами, равно как автомобили, обувь, мобильные телефоны, мячи для гольфа и тому подобные. Если между ценами на телевизоры в Индии и США возникает существенный разрыв, предприниматели могут заработать легкие деньги, скупив сотни, тысячи или даже миллионы телевизоров на рупии в Мумбаи, а затем импортировать их в Америку и продать за доллары (с учетом, конечно, транспортных расходов, торговых ограничений и прочего). Но до сих пор еще никому не удалось купить дешевые стрижки в Мумбаи и продать их в Майами. В сущности, из-за иммиграционных ограничений сегодня невозможно даже нанять дешевых парикмахеров в Мумбаи и перевезти их в Майами. И никакому, даже самому ловкому и умному предпринимателю, не удастся купить дешевые гостиничные номера в Пеории, Иллинойс, и продать их в Токио с солидной прибылью. Гостиничные номера в Токио потому так дороги, что земля в этом городе в большом дефиците, из-за чего все товары и услуги, связанные с недвижимостью, здесь дороже по сравнению с остальным миром. (Экономист из Дартмутского университета Дуг Ирвин сформулировал мудрое правило: торгуемые блага перемещаются к людям, а к неторгуемым товарам людям приходится перемещаться самим.)

Конечно, официальные курсы обмена национальных валют часто отклоняются от показателей, рассчитанных по паритету покупательной способности, что происходит по многим причинам, в том числе из-за важности неторгуемого сектора. Тем не менее ППС остается чрезвычайно полезным ориентиром для оценки относительной стоимости разных валют. Валюты, которые стоят больше, чем предполагает ППС, обычно называют переоцененными. Допустим, чашка кофе стоит три швейцарских франка в Цюрихе и три доллара в Чикаго. Согласно ППС обменный курс должен быть равен примерно одному швейцарскому франку за один американский доллар — таков паритет. Но что, если по официальному курсу один швейцарский франк можно продать за два доллара? Это означает, что количество франков, необходимых для покупки чашки кофе в Цюрихе, можно обменять на сумму в долларах, достаточную для покупки *двух* чашек кофе в Чикаго.

Экономисты сказали бы, что швейцарский франк переоценен по отношению к доллару, или же, наоборот, доллар недооценен по отношению к швейцарской валюте. (На доллары, за которые вы купите чашку кофе в Чикаго, в Цюрихе вам продадут только полчашки\*.)

Много лет назад Economist предложил остроумный и довольно простой способ использования ППС для определения того, какая из мировых валют недооценена или переоценена: индекс Big Mac, или путеводитель по национальным валютам для любителей булочек. Этот удобный, хотя и неофициальный индикатор, базируется на трех предпосылках. Во-первых, гамбургеры Big Mac продаются в самых разных странах мира. Во-вторых, каждый Big Mac представляет собой корзину торгуемых и неторгуемых благ: говядина и пшеница для булочки относятся к первой категории, а арендная плата за здания и зарплата работников ресторанов — ко второй. В-третьих, поскольку каждый Big Mac основан на сопоставимой корзине товаров и услуг везде, где продается, цена на него в местной валюте является простым показателем того, какими должны быть обменные курсы, если оценивать их с использованием коэффициента ППС\*\*. Если Big Mac в среднем стоит в США 4,79 доллара, а в Великобритании 2,50 фунта стерлингов, значит, обменный курс национальных валют этих стран должен быть равен около 4,79 доллара за 2,50 фунта, или 1 доллар = 0,52 фунта стерлингов. Отклонения от этого соотношения покажут, какие валюты переоценены либо недооценены. На данный момент один доллар

---

\* Как в случае с процентными ставками, экономисты проводят четкое различие между номинальным обменным курсом, то есть тем, по которому одна валюта может быть обменена на другую (эти цифры мы видим в обменниках аэропортов), и реальным, учитывающим изменение цен в обеих странах (инфляцию или дефляцию), и потому являющимся более точным показателем изменения покупательной способности одной валюты по отношению к другой. Например, предположим, что доллар США можно обменять на 10 аргентинских песо и что цены в США стабильны, а в Аргентине растут на 10% в год. Соответственно, через год один доллар будет обмениваться уже на 11 аргентинских песо. Доллар укрепится на 10% по отношению к аргентинской валюте (за каждый доллар теперь можно купить на 10% больше песо), но в Аргентине на каждый песо можно купить на 10% меньше. Номинальный обменный курс изменился (цифры в окне пункта обмена валюты), но реальный (товары и услуги, которые вы можете купить, обменяв одну валюту на другую) из-за инфляции в Аргентине на протяжении года остался прежним. Любая ссылка на обменный курс в этой главе отражает реальный обменный курс.

\*\* За исключением Индии, где при изготовлении Maharaja Mac используется мясо курицы.

обменивается на валютном рынке на 0,66 фунта — больше, чем предполагает индекс Big Mac. Другими словами, если деньги, необходимые для покупки Big Mac в США, обменять на фунты стерлингов, вы купите гамбургер в Лондоне, и у вас еще кое-что останется в кошельке. Это означает, что доллар США переоценен по отношению к фунту (или же фунт стерлингов недооценен по отношению к доллару — как вам больше нравится).

При сравнении экономических показателей разных стран их часто переводят в доллары с использованием ППС, а не рыночных обменных курсов. Предположим, вы хотите оценить экономическое благосостояние какой-либо относительно бедной страны, скажем Руанды. По официальному обменному курсу доход на душу населения в Руанде составляет около 700 долларов в год. Это означает, что если взять годовой доход типичного руандийца и конвертировать его в местном аэропорту Кигали в доллары, то получится 700 долларов. Однако это не может считаться абсолютно точной мерой уровня жизни в Руанде. Многие неторгуемые товары в бедных странах обычно дешевле, в особенности аренда и продукты питания. Несмотря на то что по официальному обменному курсу один доллар равен 746 руандийских франков, экономическая реальность такова, что бедный человек может купить в Руанде на 746 франков больше основных продуктов, чем в США на один доллар. Чтобы компенсировать эту разницу — и точнее оценить, как на самом деле живут люди в таких странах, как Руанда, — организации вроде Всемирного банка и ЦРУ (важнейший источник данных для международной статистики) с помощью ППС конвертируют статистические показатели в местной валюте в американские доллары. При использовании этой операции получается, что доход на душу населения в Руанде составляет 1630 долларов, что более чем вдвое превышает предполагаемый официальный обменный курс [4].

Эта глава начиналась с цитаты о том, каково это — мочиться в постели, но мы пока ни до чего подобного не дошли. Мы установили, что национальные валюты логически связываются друг с другом на основе ППС, хотя рыночные валютные курсы могут по целому ряду причин от него отклоняться. Того, кто планирует путешествовать по всему миру, питаясь гамбургерами Big Mac, данный факт не может не беспокоить. Остальным же все это, скорее всего, неинтересно. Однако обменные курсы приводят к глубоким экономическим и политическим последствиям. Правительства и центральные банки

склонны манипулировать обменными курсами своих валют, что, в свою очередь, создает победителей и побежденных в экономических играх — как внутри стран, так и в рамках мировой экономики. Например, один из самых важных и затяжных споров между США и Китаем касается именно курса обмена американского доллара на китайский юань\*. Надо сказать, страны Восточной Азии участвуют в ожесточенных спорах относительно стоимости своих национальных валют не реже, чем по поводу островов в Южно-Китайском море. А после финансового кризиса 2008 года комментаторы выступили с довольно зловещим предупреждением о «валютной войне» [5].

Итак, пока еще в постель никто не мочился, но мы уверенно движемся в этом направлении. Политическая напряженность в связи с проблемами стоимости национальных валют проистекает из одного-единственного экономического трюизма: при прочих равных условиях слабая валюта хороша для экспорта и плоха для импорта. С сильной валютой все наоборот: экспорт дорожает, а импорт дешевеет. Данная концепция настолько важна для международной экономики и, следовательно, глобальной политики, что заслуживает примера с конкретными цифрами. Возьмем такую компанию, как Ford, которая собирает автомобили в США и экспортирует в Канаду. Для простоты предположим, что цены на главные ресурсы Ford — рабочую силу и комплектующие — устанавливаются в долларах США, а продаются выпущенные компанией автомобили и грузовики в Канаде за канадские доллары. Положим, канадский доллар, называемый луни (таково прозвище этих денег из-за изображенной на обратной стороне монеты гагары), обменивается на валютных рынках на доллар США по курсу один к одному. Допустим также, что Ford собирает автомобиль за 18 тысяч долларов (в долларах США) и продает его в Канаде за 20 тысяч долларов (канадских). Таким образом, после весьма удобного пересчета выручки в доллары США получаем прибыль в размере 2 тысяч долларов США.

А теперь представим, что по причинам, не имеющим никакого отношения к автомобилям, американский доллар дорожает на 15 процентов по сравнению с канадским. Стало быть, на каждый доллар США можно купить 1,15 канадских, и наоборот, на один луни вы приобретете только 0,87 доллара США. Два коротких замечания: во-первых, в подобных колебаниях валютного

---

\* Официальной валютой Китая является женьминьби (renminbi, сокращенно RMB), а основная единица — юань. По этой причине китайские деньги могут называться как женьминьби, так и юанями.

курса нет ничего необычного. (Сейчас, на момент написания этих строк, на дворе весна 2015 года, и за прошедший год канадский доллар обесценился по отношению к доллару США примерно на 17 процентов.) Во-вторых, фирмы, сфокусированные исключительно на внутреннем рынке, это ничуть не волнует. Канадскому производителю деликатесов, который платит работникам и поставщикам в канадских долларах и продает продукцию исключительно в Канаде, абсолютно чихать на обменный курс канадского и американского доллара.

Но для завода Ford в Мичигане это чрезвычайно важно. Стоимость производства автомобилей в Америке не изменилась — те же комплектующие, те же профсоюзные соглашения, те же суммы долларов США по всем договорам и контрактам. Не поменялась и цена их продажи в Канаде. Типичный канадский покупатель автомобилей думает о ценах в луни, потому что платит и покупает товары в канадских долларах. (Разве вы, придя в магазин бытовой техники, оцениваете, сколько готовы заплатить за японский телевизор, основываясь на обменном курсе доллар-иена?) Если конкурентоспособная цена на пикап Ford в минимальной комплектации составляла 20 тысяч канадских долларов до падения стоимости луни, то конкурентная цена на тот же грузовик после удешевления этой валюты останется неизменной. По сути, в продаже американских автомобилей и грузовиков в Канаде ничего не меняется — до тех пор, пока Ford не преобразует полученный доход в доллары США. А 20 тысяч канадских долларов теперь стоят всего 17 400 долларов США, что меньше затрат на производство грузовика в Америке.

Вот почему обменные курсы оказывают столь существенное влияние на компании, работающие на международном уровне. В том, как Ford выпускает или продает автомобили, ровным счетом ничего не изменилось: ни издержки производства, ни продажная цена, ни относительная привлекательность машин компании. Тем не менее Ford перестал зарабатывать деньги на продаже каждой единицы продукции и даже, наоборот, начал их терять — и все из-за колебаний на валютном рынке. Этот явно упрощенный пример ставит руководителей компании перед дилеммой — повысить цены на канадском рынке, чтобы компенсировать неблагоприятный обменный курс и риски потери объемов продаж, или оставить канадские цены прежними, смирившись с краткосрочными потерями в расчете на то, что обменный курс изменится в лучшую сторону. Можно также выбрать какую-либо

комбинацию из двух вариантов. В общем и целом выбор невелик, и ни одно из решений, к сожалению, не имеет ничего общего с улучшением бизнеса и расширением производства\*.

А теперь для сравнения предположим, что Honda Motors построила в Торонто завод и выпускает там автомобили и грузовики для канадского рынка, используя исключительно канадские ресурсы. Ни издержки производства компании, ни ее цены на продукт не зависят от колебаний курса обмена канадского доллара на американский. На канадском рынке Honda ничем не отличается от вышеупомянутого производителя деликатесов, она полностью изолирована от перепадов обменного курса (это одна из причин, по которым такие компании, как Honda, строят заводы в Америке и других странах с крупными рынками). А при экспорте автомобилей в США с завода, расположенного в Торонто, все существенно улучшается. Допустим, до удешевления канадской валюты Honda могла выпускать пикапы в Канаде, расходуя 18 тысяч канадских долларов на единицу продукции, и продавать их через южную границу за 20 тысяч американских долларов. Пока эти две валюты оставались на уровне паритета, компания получала с каждой машины весьма неплохую прибыль в размере 2 тысяч долларов США. Но после того как канадский доллар обесценился, экспортные поступления стали еще привлекательнее. Структура затрат в Канаде не меняется: производство каждого автомобиля по-прежнему обходится компании в 18 тысяч канадских долларов. Но теперь 20 тысяч долларов США, полученных с каждой продажи на американском рынке, после репатриирования прибыли в канадскую валюту стоят на 15 процентов дороже, а точнее, 23 тысячи долларов США. Это обеспечивает руководству Honda весьма заманчивый набор вариантов выбора — сохранять цены на прежнем уровне и зарабатывать более высокую прибыль либо снизить цены на американском рынке и оттяпать долю рынка у своих американских конкурентов. Honda может продавать автомобили в США всего за 17 500 долларов, поскольку после конвертирования прибыли в канадские

---

\* Международные корпорации, сталкиваясь с валютным риском подобного рода, часто используют для защиты от валютных потерь такие финансовые инструменты, как фьючерсный рынок. Это, впрочем, не отменяет сути обсуждаемой проблемы, которая заключается в том, что колебания валютных курсов оказывают на импортеров и экспортеров существенное влияние. Стоимость хеджирования от такого риска ложится на международный бизнес дополнительным бременем. Чем сильнее ожидаемые колебания обменных курсов, тем выше затраты на защиту от подобных перепадов.

доллары доходы компании с каждой единицы продажи по-прежнему составят 20 125 долларов США. В такой ситуации Honda вполне может отобрать бизнес у американских конкурентов, зарабатывать на каждой проданной машине чуть больше и все равно предлагать потребителям более выгодную сделку, чем до снижения стоимости валюты.

Рассмотренный пример, конечно, гипотетический, однако описанная в нем ситуация вполне реальна. После финансового кризиса 2008 года японская иена стала вывозимой валютой, потому что запаниковавшие инвесторы искали тихую гавань — безопасное место для хранения своих средств. К 2010 году иена достигла пятнадцатилетнего максимума по отношению к доллару и аналогичного пика по отношению к евро. По Toyota, производящей львиную долю своих автомобилей в Японии и потому сильно зависящей от японских поставщиков, укрепление иены ударило достаточно сильно. Другие японские автопроизводители, такие как Nissan и Honda, проводили более агрессивную политику экспансии, переводя производство в другие страны мира, что сделало их в этом плане менее уязвимыми. В *New York Times* в 2010 году появился заголовок: «Япония рассчитывала на дешевую иену. У-у-упс!» В статье весьма доходчиво объяснялось, насколько дорого обходится японским компаниям этот «у-у-упс»: «При обмене на доллар на каждой лишней иене, на которую японская валюта повышается сверх курса, принятого Toyota на этапе планирования своей деятельности (то есть девяносто иен за доллар), компания, по ее собственным подсчетам, теряет 30 миллиардов иен (355 миллионов долларов) операционной прибыли». А вот потери Nissan из-за изменения валютного курса оказались вдвое меньше, чем у Toyota, и все благодаря ее зарубежным производственным мощностям [6].

Но не будем забывать, что если экспортеры страдают от укрепления национальной валюты, то импортеры в такие периоды коллективно поедают торты в украшенном воздушными шарами корпоративном кафетерии. Скажем, Starbucks, как известно, закупает кофейные зерна по всему миру. И когда доллар укрепляется на 20%, кофейные зерна на 20% дешевеют. Это может означать одно из двух: либо становится дешевле латте, либо повышается прибыль акционеров. В любом случае это хорошо. Следует также отметить, что многие компании являются одновременно и экспортерами, и импортерами, а это значит, что изменение обменного курса влияет на них в обоих направлениях. Например, Boeing собирает свой 787 в Сиэтле, используя детали из Японии, Канады, Италии, Франции, Швеции и других стран,



и экспортирует в самые разные страны мира [7]. Более слабый доллар увеличивает прибыль от продажи самолетов за рубежом, но также и повышает стоимость импортируемых компонентов. Даже в Starbucks корпоративную вечеринку несколько омрачил бы тот факт, что продажи в зарубежных заведениях сети в результате ослабления доллара при переводе в доллары США меньшую прибыль.

Так что же лучше — сильная валюта или слабая? Любая валюта, стоимость которой существенно отклоняется от ориентира ППС, будет несправедливо вознаграждать одних за счет других. Выше я довольно безапелляционно заявлял, что канадскому производителю деликатесов решительно начхать на обменный курс национальной валюты на американский доллар, так как все его продажи и издержки производства выражены в луни. И это чистая правда. Но сотрудники компании наверняка покупают какие-то импортные американские товары, и если канадская валюта искусственно слабеет, эти товары дорожают. Да, канадские экспортеры наслаждаются преимуществом глобальной торговли, однако делают это за счет потребителей, приобретающих импортные товары. Получается, что правительство, которое намеренно поддерживает недооцененность национальной валюты, по сути, облагает дополнительными налогами потребителей импорта и субсидирует производителей экспортной продукции. Вот вам бы понравилось платить налог на каждый приобретенный импортный товар, чтобы правительство отсылало эти деньги фирмам, работающим на экспорт?

Очевидно, что если бы мы абсолютно точно знали, каким должен быть правильный обменный курс валют двух стран, мы бы просто установили и поддерживали его на этом уровне. Но, к сожалению, нам это знать не дано. Паритет покупательной способности представляет собой лишь грубую долгосрочную прикидку, и обменные курсы порой очень сильно и надолго отклоняются от предсказываемых им значений. В качестве альтернативы экономисты иногда упоминают равновесный обменный курс — курс, при котором экономика обеспечивает полную занятость населения, уровень инфляции низок, а потоки торговли и капитала в страну и из нее стабильны. Эта концепция, безусловно, имеет смысл, за исключением одной детали: у нас нет четкого и однозначного понимания того, что именно следует считать стабильным (например, как насчет огромного и продолжающего расти долга США перед остальным миром?). Более практичный подход заключается в анализе факторов, определявших обменные курсы в прошлом,

и их использовании для прогнозирования обменных курсов в настоящем. Это прекрасно работает — при условии, что настоящее не слишком отличается от прошлого. Инвестиционный банк Morgan Stanley, например, применяет как минимум тринадцать разных моделей для определения базовой стоимости валют [8]. В 2007 году одна публикация Управления внешних связей Министерства финансов США подтвердила то, о чем вы наверняка уже догадывались: тут очень многое делается в полной темноте, на ощупь. Авторы статьи, в частности, пишут: «Совершенно надежного, “отказоустойчивого” метода оценки правильного обменного курса валют или установления точной меры недооценки либо переоценки национальной валюты не существует» [9].

Таким образом, как и во многих других областях монетарной политики, правильный обменный курс в равной мере обусловлен как экономическими, так и политическими факторами. Выиграете вы или проиграете из-за усиления валюты, зависит от вашего местонахождения. Вы продаете американские автомобили в Европе? Или импортируете вино из Франции? В одной и той же стране разные группы могут одновременно ратовать за удешевление и удорожание национальной валюты. А что же лучше для государства в целом? Боб Мактир, бывший президент Федерального резервного банка Далласа, пишет: «Сильный доллар, как правило, служит нам верой и правдой, но иногда временно более слабый доллар выгоднее». Иными словами, и тут все зависит от множества факторов.

Сильная валюта вовсе не обязательно означает сильную экономику. Доллар США был сильным в 1990-е, когда экономическая ситуация была превосходной и капиталы со всего мира мощным потоком стекались в американскую Кремниевую долину. Но он был силен и в 1980-х, когда капитал тек в экономику США в основном из-за высокого дефицита государственного бюджета, заставлявшего нас заимствовать у остального мира. Кристина Ромер, бывший председатель Совета экономических консультантов при президенте Обаме, объясняет: «Оба обстоятельства — как потрясающие достижения нашей страны в сфере инноваций, так и бюджетный дефицит — привели к укреплению доллара. Но в первом случае это оказало позитивный эффект на американскую экономику, а во втором — негативный. Суть в том, что универсального хорошего либо плохого направления для движения доллара попросту нет. Желательность любого колебания обменного курса зависит от того, чем оно вызвано» [10].

Когда экономика работает на всю мощность — обеспечивая полную занятость населения и другие социальные блага, — сильный доллар, безусловно, хорош. Благополучные американцы могут дешево покупать товары, произведенные в самых разных странах мира. Помнится, один профессор как-то сделал заявление, смысл которого кажется совершенно очевидным только постфактум: экспорт — это цена, которую мы платим за импорт. При прочих равных условиях люди склонны отказываться от меньшего ради большего. Когда заводы работают на полную мощность и у всех есть хорошая работа, кому не понравится более дешевое французское вино и японские автомобили? Сильный доллар чем-то смахивает на скидочный купон на товары, поставляемые нам остальным миром, притом что свои товары мы продаем другим странам по полной цене.

Ели экономика слабая, все усложняется. Именно в этой ситуации страны, образно говоря, начинают мочиться в постель. Более дешевая национальная валюта стимулирует экспорт, а экспорт возвращает людям рабочие места. В 2010 году, когда экономика США все еще отходила от последствий финансового кризиса, в одной из статей *New York Times* описывалась весьма привлекательная экономическая палочка-выручалочка: «Представьте, что у нас есть способ в ближайшие два года создать в Америке полтора миллиона рабочих мест, ни на цент при этом не увеличивая государственный долг или дефицит бюджета. А еще вообразите, что это оживит умирающие заводы “Ржавого пояса”\*, уменьшит зияющий огромной дырой дефицит торгового баланса страны и поспособствует стабилизации международной экономической системы». И что же это за волшебный эликсир, пачками создающий новые рабочие места? Всего лишь американский доллар, более дешевый по отношению к китайскому юаню.

Как показало время, подобно большинству волшебных эликсиров этот, судя по всему, был слишком разрекламирован. Однако основная идея все та же: экспорт хорош для проблемной экономики, и слабая валюта ему способствует. Конечно, бесплатный сыр бывает только в мышеловке. Слабая валюта означает, что нация получает меньше в обмен на то, что производит. Предположим, чтобы купить телевизор, собранный в Китае, американский

---

\* Поясами называют регионы США со схожими характеристиками. «Ржавый пояс» расположен на Северо-Востоке и Среднем Западе страны, где сосредоточено множество промышленных предприятий. Название появилось из-за упадка промышленности в 1970-х годах. *Прим. ред.*

рабочий автомобилестроительного завода должен отдать четырехчасовой заработок. Если же доллар обесценивается по отношению к юаню, то для покупки такого же телевизора уже может понадобиться зарплата за пять часов. По сути, это ее сокращение — факт, который мы более детально обсудим в главе 11, когда будем говорить о еврозоне. Данная ситуация напоминает оказавшийся в трудном экономическом положении универмаг: было бы замечательно продавать все товары по полной цене, но если на складах скопилось много нереализованных запасов, следующий наилучший вариант — провести большую распродажу. Более дешевая валюта сродни такой распродаже всей страны. Как писал *Economist*, «в былые времена народы гордились своими сильными валютами, рассматривая их как символ экономической и политической мощи. Сегодня же создается впечатление, будто валютно-обменные рынки представляют собой пристанище для кучки чахлах слабаков Чарльза Атласа, которые только и ждут, чтобы им швырнули в лицо песком» [11]\*.

После 2008 года на складах почти всех экономик мира скопились огромные залежи нераспроданных товаров. Центральные банки понижали процентные ставки, чтобы стимулировать внутреннюю экономику и обесценить национальную валюту. При прочих равных условиях более низкие процентные ставки делают страну менее привлекательным местом для инвестиций. Когда инвесторы продают местную валюту, чтобы воспользоваться преимуществами более перспективных инвестиций в других странах мира, обменный курс снижается. Это подводит нас к ситуации 2010 года, когда *Wall Street Journal* писала: «Сегодня как минимум полдюжины стран активно пытаются обесценить свою валюту, и больше всех Япония, которая старается любым способом остановить рост иены после майского 14-процентного скачка» [12]. (Кстати, именно этот скачок стал убийственным для Toyota.) Более слабая валюта представляет собой логическую реакцию на глобальный экономический спад.

*Поначалу все чувствуют себя неплохо, но вскоре начинаются серьезные проблемы.* Да, мы-таки достигли этой точки. Мощность валюты относительна. Если одна валюта ослабевает, другая должна укрепиться. Тогдашний глава

---

\* Чарльз Атлас — основатель бодибилдинга, который в начале XX века разработал и продавал специальный комплекс упражнений, обещавший превратить «чахлых слабаков» в мускулистых крутых парней. Атлас рассказывал, что на создание этой программы его вдохновил хулиган, который в детстве швырнул ему в лицо песком.

Международного валютного фонда предупреждал: «Сегодня высок риск того, что единый хор, который позволил нам побороть финансовый кризис, распадется на какофонию диссонирующих голосов, поскольку страны все чаще действуют в одиночку. И от этого, несомненно, пострадают все». Все валюты не могут одновременно ослабнуть с чисто математической точки зрения. Это все равно что встать на футбольном матче, чтобы лучше видеть поле: отличная стратегия до тех пор, пока остальные не сделают то же самое. Как писал об обесценивании национальных валют Economist (используя ту же аналогию с футболом), «лучше не стало видно никому, но всем стало менее комфортно» [13].

Парадокс манипуляций с валютой заключается в том, что многие страны, преследующие исключительно собственные интересы, в итоге могут оказаться в мокрой, холодной постели. Валютная война обычно ведет к усилению инфляции в участвующих в ней экономиках (поскольку все они увеличивают денежную массу) без изменения относительных обменных курсов. В худшем случае нарушается структура торговли, что наносит странам значительный экономический ущерб. Нынешняя ситуация, по всей вероятности, еще не настолько плоха. Действительно, с точки зрения торговли все втянутое в процесс страны, образно говоря, одновременно вскочили со своих мест, но в результате никто не получил лучшего обзора. Тем не менее некоторые эксперты в этой области, в том числе экономист Барри Эйхенгрин из Калифорнийского университета в Беркли, изучавший конкурентные девальвации 1930-х, утверждают, что кредитно-денежная политика, предполагающая ослабление национальных валют (в первую очередь более низкие процентные ставки), — мощное средство для восстановления мировой экономики, в частности для борьбы с дефляцией, которая становится еще более серьезной проблемой, чем инфляция.

Эйхенгрин пишет о Великой депрессии: «Ни одной стране мира не удалось выйти из депрессии благодаря экспорту, так как им некому было продавать дополнительную экспортную продукцию. Но это не главное. Важным было то, что страны одна за другой переходили к политике ослабления национальной валюты, поскольку им больше не нужно было беспокоиться о валютном курсе. И этот монетарный стимул, ощущающийся во всем мире, оказался, вероятно, ключевым фактором, который инициировал и поддерживал восстановление глобальной экономики» [14]. Эйхенгрин, по сути, описывает ситуацию, когда группа универмагов разом начинает массовую распродажу.

Никому из них не удастся оттяпать долю покупателей у конкурентов, потому что все предлагают одинаковые базовые скидки. *Однако более низкие цены становятся мощным стимулом, заставляющим людей отправляться за покупками, а это выгодно всем магазинам.*

Аргумент Эйхенгрин заслуживает двух важных уточнений. Во-первых, конкурентная девальвация во времена Великой депрессии была для стран способом выскользнуть из экономических наручников, налагаемых золотым стандартом. В следующей главе мы поговорим о том, что золото как инструмент кредитно-денежной политики отнюдь не всегда блестит и что люди, принимающие решения, нанесли огромный ущерб американской экономике, упорно придерживаясь в 1930-х годах золотого стандарта. Во-вторых, даже если стороны процесса не оказались в мокрой и холодной постели в результате девальваций после кризиса 2008 года, сегодня этот процесс абсолютно несогласован и разрушителен. Эйхенгрин пишет: «Конечно, крупным странам следовало бы согласовать и скоординировать меры в области кредитно-денежной политики. Тогда обменные курсы не колебались бы массово в одном направлении сегодня и в противоположном — завтра. И не было бы новых сбоев в системе глобальной торговли. И прекратились бы обвинения в проведении политики “разори соседа”, с которыми страны обрушиваются друг на друга».

Этот вопрос — как крупные экономики мира координируют свою политику относительно обменных курсов? — подробно обсуждается во второй части книги. Сейчас же нас интересует другой, более фундаментальный вопрос: какой механизм используется для сравнения валют? Однозначного ответа пока нет, поскольку в разных странах действует разный режим валютных курсов: в США один (пусть все решает рынок), в Китае другой (манипулирование рынком), в Северной Корее третий (обменный курс таков, как скажет Верховный лидер). Формально говоря, в мире множество механизмов, которые могут применяться для сравнительной оценки стоимости национальных валют.

## **Плавающие валютные курсы**

Обменные курсы большинства крупнейших экономик мира, как и все остальное в условиях рыночной экономики, определяются спросом и предложением. (Исключением является Китай, поэтому ему и посвящена отдельная глава.) Разные валюты обмениваются на валютных рынках

всего мира. А поскольку рыночные условия меняются, колеблясь, словно плот, который поднимается и опускается вместе с приливами и отливами, такие валютные курсы называют «плавающими». Сегодня утром на один канадский доллар можно купить 0,91 доллара США, а к обеду курс наверняка немного изменится. Валютные рынки этих стран — просто более масштабная версия площади Манучехри в Иране, о которой мы упоминали. Там есть люди, компании и правительства, желающие обменять канадские доллары на американские, и есть люди, компании и правительства, которые хотят провести обратную операцию (продать американские доллары и приобрести канадские). Обменный курс в любой конкретный момент — всего лишь цена, по которой эти две группы готовы совершить добровольный обмен.

В долгосрочной перспективе ожидается, что обменный курс будет меняться в направлении, предсказываемом ППС, особенно между богатыми странами, где нет заметной разницы в стоимости неторгуемых товаров. В краткосрочной же перспективе на относительный спрос валют влияют самые разные глобальные факторы. Например, как уже отмечалось ранее, более высокие процентные ставки делают валюту привлекательнее (при прочих равных условиях). Если реальная прибыль по государственным облигациям составляет в Канаде 3%, а в США 3,5%, то канадские инвесторы в надежде на более высокую доходность хлынут в Америку. Для этого они будут продавать луни и скупать доллары США, в результате чего американский доллар непременно подорожает по отношению к канадскому. Перспективы роста также привлекут глобальный капитал и укрепят американскую валюту (как инвестиции в Кремниевую долину в 1990-е годы), в то время как слабеющая экономика или политическая нестабильность приведут к обратным результатам (как в Иране в эпоху правления Ахмадинежада).

Когда речь идет о международных потоках капитала, страх и паника становятся очень мощными мотиваторами. Достаточно сказать, что швейцарский франк всего за три часа после того, как 11 сентября 2001 года в башни Всемирного торгового центра врезался первый самолет террористов, вырос по отношению к доллару США на 3%. А десять лет спустя инвесторы, опасаясь экономических проблем в еврозоне, ринулись в относительно стабильную Швейцарию. Всего за полтора года — с начала 2010 по август 2011-го — швейцарский франк вырос по отношению к евро на целых 43%. (Что, кстати, в значительной мере объясняет, почему он оказался так сильно переоценен

согласно индексу Big Mac.) Инвесторы массово переводили капиталы в Цюрих вовсе не ради приобретения знаменитых швейцарских часов и шоколада, а чтобы избежать негативных последствий ослабления евро, которые грозил спровоцировать греческий долговой кризис.

Правительства и центральные банки всегда могут покупать и продавать национальную валюту, тем самым напрямую влияя на ее спрос и предложение. Однако следует признать, что внешний валютный рынок настолько огромен — на нем ежедневно обмениваются триллионы долларов, — что большинству стран явно не по карману значительно изменить на нем ситуацию. В итоге валютные интервенции нередко напоминают попытку нагреть холодную ванну несколькими ложками кипятка, что совершенно бесполезно, учитывая, что другие участники рынка в то же время подливают в нее целые ведра холодной воды.

Основное преимущество плавающего валютного курса состоит в том, что валюты могут колебаться в соответствии с реальными экономическими условиями. Правительство не несет ответственности за проведение экономической политики для поддержания определенного обменного курса валюты, что позволяет управлять процентными ставками и другими политическими инструментами способами, наиболее подходящими для отечественной экономики. Как мы вскоре убедимся, любая система, которая жестко фиксирует обменный курс валют, например золотой стандарт, существенно ограничивает возможности государства в этой области.

Недостатком же плавающего валютного курса является то, что он — плавает. Точнее говоря, чаще всего довольно сильно колеблется, причем порой непредсказуемо. Австралия служит ярким примером того, как колебания валютного курса могут нанести вред национальной экономике. Начиная примерно с 2009 года австралийский доллар стремительно рос, потому что Китай активно скупал природные ресурсы страны: чугун, уголь и прочие сырьевые товары. К 2013 году австралийская валюта достигла своего пика за 28 лет, как показала оценка, отражающая стоимость денежной единицы по отношению к корзине валют основных торговых партнеров Австралии, или так называемый взвешенный по торговле индекс\*.

---

\* Например, если бы две трети торгового оборота США приходились на Канаду и треть на Китай, то, согласно взвешенному по торговле индексу стоимости доллара, курс обмена американской валюты на канадскую был бы в два раза выше, чем на китайский юань.



При столь дорогом австралийском долларе другим экспортерам было крайне трудно оставаться конкурентоспособными на глобальном рынке. Mitsubishi закрыла завод, другие автомобилестроительные компании массово увольняли рабочих. Резко сократился экспорт австралийского вина [15]. Это явление — когда экспорт природных ресурсов приводит к укреплению обменного курса валюты до такой степени, что это начинает крайне негативно сказываться на конкурентоспособности промышленных товаров, — называется «голландской болезнью». Именно к таким результатам привел в 1970-е годы экспорт голландского газа; таковы же были последствия экспорта нефти во многих странах мира в более позднее время [16].

## **Золотой стандарт**

Один из способов избежать капризов плавающих валютных курсов — жестко зафиксировать курс обмена валют. Сегодня ни одна крупная экономика не использует золотой стандарт, но он остается важным примером того, как разные валюты мира привязываются друг к другу. До Первой мировой войны крупнейшие торговые нации фиксировали стоимость своих национальных валют по отношению к золоту. Понятно, что когда мировые валюты привязаны к золоту, они также привязаны и друг к другу. Если 35 долларов можно обменять в США на унцию золота, и 350 франков во Франции можно обменять на унцию золота, то обменный курс будет 35 долларов за 350 франков. Следует отметить, что эпоха до Первой мировой войны славится своим интернационализмом отчасти благодаря глобальной стабильности, обусловленной золотым стандартом.

Кроме того, золотой стандарт имеет весьма элегантный механизм для сглаживания торговых дисбалансов. Предположим, одна страна начинает страдать от серьезного дефицита торгового баланса, то есть покупает у остального мира намного больше, чем мир покупает у нее. Для простоты проведем соответствующий анализ на примере двух стран, Франции и США, в те времена, когда во Франции еще ходил франк и обе страны использовали золотой стандарт. Допустим, у Франции складывается активное сальдо торгового баланса с США; соответственно, у США наблюдается дефицит торгового баланса с Францией. Французские экспортеры накапливают доллары, которые можно обменять на золото в США и потом вернуть на родину. Золото начинает перетекать из США во Францию.

Этот поток золота непременно скажется на кредитно-денежной политике обеих стран. В Америке из-за снижения предложения золота начнет уменьшаться денежная масса, поскольку при золотом стандарте все валюты обязательно должны обеспечиваться золотым запасом. И наоборот, предложение денег во Франции будет расти (подобное случилось после открытия в Новом Свете больших месторождений золота и серебра). Результат получится двойным: во-первых, цены будут повышаться во Франции и падать в США. Как вы помните, если для покупки того же количества товаров предлагается больше денег (как во Франции), это приводит к росту цен, а уменьшение денежной массы дает обратный эффект (в США). Такие изменения цен делают американские товары привлекательнее французских, разворачивая дефицит торгового баланса в обратную сторону и останавливая поток золота из США во Францию.

В то же время по взаимосвязанной причине процентные ставки в США будут расти по сравнению с французскими. Поскольку из-за сокращения денежной массы в Америке капитал становится более дефицитным, стоимость его аренды поднимется. (Во Франции же по мере увеличения денежной массы происходит обратное.) Международные инвесторы, рыскающие по миру в погоне за максимальной прибылью на свои инвестиции, как всегда, начнут выводить свои капиталы (золото) из Франции и направлять их в Америку, чтобы воспользоваться преимуществами тамошних более высоких процентных ставок. Ключевым моментом является то, что в золотой стандарт встроен механизм, с помощью которого глобальные дисбалансы самокорректируются — иными словами, когда одна страна накапливает золото, она автоматически запускает реакции (повышение цен и падение процентных ставок), которые разворачивают дисбаланс в противоположную сторону\*.

По сути, золотой стандарт действительно потрясающая штука — до тех пор, пока не начинает разрушать экономику и ставить под угрозу все человечество. Основной недостаток золотого стандарта естественным образом выводится из простого анализа, проведенного нами в предыдущем абзаце, согласно которому золото перемещается по всему земному шару, реагируя на конкретные экономические обстоятельства. «Что в этом плохого?» — спросите вы.

---

\* Перед самым началом Великой депрессии Франция и, в меньшей степени, США приняли политические меры, помешавшие растущему золотому запасу запустить обычный механизм корректирования. Мой коллега по Дартмутскому университету Даг Ирвин написал любопытнейшую статью под названием «Не Франция ли спровоцировала Великую депрессию?», которую мы обсудим в следующей главе. См. <http://www.nber.org/papers/w16350>

Дело в том, что золотой стандарт способен превратить рецессию в депрессию, что, по мнению многих специалистов, и произошло в 1930 году. Когда экономика переживает не лучшие времена (как в США в 1929-м), самой верной политической реакцией будет снижение процентных ставок, позволяющее стимулировать спрос. Но более низкие процентные ставки вынудят иностранных инвесторов требовать золото за свои доллары, чтобы инвестировать его в другом месте, и золото начнет массово уходить из страны. В результате возникает дилемма: чтобы защитить золотовалютные резервы нации, центральный банк должен повышать процентные ставки, несмотря на то что слабая экономика нуждается в обратном. Экономист Пол Кругман, получивший Нобелевскую премию в 2008 году за работу в области международной торговли, объяснил, как «священная задача поддержания стоимости национальной валюты золотым стандартом» усугубила экономические проблемы Великой депрессии. Он, в частности, пишет: «В начале 1930-х годов именно этот образ мышления привел к тому, что американское правительство в попытке защитить свои золотые запасы повышало процентные ставки и урезало расходы, невзирая на массовую безработицу» [17]. Золотой стандарт, как любой другой режим жесткой фиксации валютных курсов, заставляет нацию идти против внутренних экономических интересов ради поддержания обменного валютного курса.

### **Фиксация курса с помощью привязок и диапазонов**

Страны способны фиксировать обменные курсы своих валют по отношению друг к другу и без золота, выступающего обеспечением сделки. Они могут взять на себя обязательство установить курсы обмена с другой страной или группой стран на определенном уровне (так называемая привязка, или фиксация обменного курса). Например, начиная с 1983 года гонконгский доллар был привязан к доллару США по курсу 7,8 к 1. В этой системе доллар играет ту же роль, что и золото: правительство Гонконга обязуется предпринять все необходимое для поддержания обменного курса на этом уровне, независимо от последствий такой политики для отечественной экономики. В 1991 году аналогичную систему попыталась использовать Аргентина. Каждый аргентинский песо конвертировался в доллары США по фиксированной ставке точно так же, как при использовании золотого стандарта. (Как и большинство ситуаций в аргентинской кредитно-денежной политике, это не привело ни к чему хорошему.) Многие европейские страны до перехода к евро были членами Европейского механизма валютных курсов

(European Exchange Rate Mechanism — ERM), призванного удерживать обменный курс их национальных валют в определенном диапазоне. Например, британское правительство привязало фунт к 2,95 немецкой марки с допустимым диапазоном отклонений на 6% в ту или иную сторону.

Основная проблема, связанная с привязками и диапазонами, заключается в том, что правительства обязаны придерживаться установленного курса, даже если это вредит отечественной экономике. И глобальные инвесторы отлично понимают, что политикам не всегда хватает решимости для подобных действий. Когда валюта выглядит слабой, как, например, британский фунт в 1992 году, спекулянты слетаются со всех сторон в надежде заработать огромные деньги, если правительство все же откажется от привязки и валюта девальвируется. А как только спекулянты начинают агрессивно продавать валюту, девальвация становится все более вероятной, а потом и неизбежной. Вот почему знаменитый финансист Джордж Сорос неизмеримо богаче нас с вами. В 1992 году он заработал около миллиарда долларов *за один день*, поставив на то, что британское правительство откажется от своих обязательств в рамках ERM. В соответствии с этим соглашением, британцы обещали не допускать падения фунта стерлингов ниже 2,778 марки. В те времена Великобритания переживала пик рецессии; слабая экономика была одной из причин, по которым глобальные инвесторы массово выводили из страны деньги.

Несмотря на столь мощное давление в сторону понижения, правительство, возглавляемое премьер-министром Джоном Мейджором, обещало защитить фунт. Как уже отмечалось, у Банка Англии было для этого два инструмента: прямая интервенция на валютных рынках с целью скупки фунта и поддержания его стоимости и повышение процентных ставок с целью привлечения капитала в страну. Ни один из этих вариантов не был особенно привлекательным. Банк Англии располагал ограниченным количеством иностранной валюты, на которую он мог бы скупать фунты стерлингов. В то же время повышение процентных ставок в разгар экономического спада нанесло бы еще больший ущерб экономике, а это совсем не то, к чему стремится любой избираемый политик. Не зря же Норман Теббит, член Кабинета министров в администрации Маргарет Тэтчер, называл ERM «механизмом вечной рецессии» [18]. Тем не менее Мейджор заверял, что Великобритания ни за что не нарушит своих обязательств в рамках ERM.

Джордж Сорос считал эти обещания блефом. В сентябре 1992 года он занял огромную сумму в британских фунтах и сразу же обменял их на другие

европейские валюты, в первую очередь на немецкую марку, тем самым внеся дополнительный вклад в понижательное давление рынка на фунт. Правительство Джона Мейджора не приняло необходимых мер для поддержания привязки фунта стерлингов согласно механизму ERM. А 16 сентября Великобритания вышла из соглашения, в результате чего курс фунта по отношению к основным европейским валютам обвалился примерно на 10%. И Сорос, обменяв свои марки и другую европейскую валюту на фунты уже по новому курсу, выручил почти на 10% больше, чем занял, что позволило ему погасить кредит (с процентами) и заработать дополнительно около миллиарда долларов. Совсем неплохо для одного дня работы, верно? Суть в том, что фиксированные обменные курсы заслуживают доверия лишь в той мере, в какой заслуживают доверия правительства, обещающие их придерживаться. А это означает, что даже малейший намек на неспособность правительства выполнить свои обязательства может привести к крайне негативным последствиям.

## Долларизация

Угадайте, сколько местной валюты вы получите за сто долларов, приземлившись в эквадорском аэропорту Кито? Ха, это вопрос с подвохом! Вам вообще ничего не придется обменивать. Официальная валюта Эквадора — доллар США. В 2000 году страна прошла процесс долларизации: местная валюта, сукре, была заменена американским долларом. Дело в том, что серьезная инфляция и банковский кризис привели к полной утрате доверия к местной валюте. «Решение Эквадора о долларизации было принято от отчаяния», — сказал Стэнли Фишер, в то время высокопоставленный чиновник МВФ, а ныне заместитель главы ФРС [19].

В 2001 году долларизацию провели в Сальвадоре, хотя и по другим причинам. Экономика страны была стабильной, переход на доллар осуществлялся в рамках стратегии гармонизации экономики Сальвадора с экономикой США. В то время две трети сальвадорского экспорта шло в Соединенные Штаты Америки, а в обратном направлении отправлялись денежные переводы от сальвадорцев, работавших в США, на сумму два миллиарда долларов в год (эквивалент примерно 15 процентов ВВП Сальвадора) [20]. А Панама перешла на доллар США в качестве официальной валюты еще в 1904 году, сразу после обретения независимости.

Так почему бы всем странам мира не перейти на доллар США? Основной недостаток стратегии долларизации заключается в том, что при этом страны

теряют возможность проводить независимую кредитно-денежную политику. Монетарная политика Сальвадора целиком и полностью определяется ФРС, но при всем уважении к этой организации следует заметить, что, принимая решения о процентных ставках, она не слишком заботится об экономической ситуации в Сальвадоре (Эквадоре или Панаме).

## Валютный союз

Альтернативой фиксации обменных курсов может стать решение группы стран использовать одну и ту же валюту. Очевидный пример — евро, который в настоящее время является официальной валютой девятнадцати стран Европейского союза и семи государств, не входящих в ЕС [21]. (Другие страны и территории привязывают свои валюты к евро.) В отличие от Сальвадора, у стран еврозоны есть свой центральный банк (Европейский центральный банк), чья миссия состоит в осуществлении надзора за кредитно-денежной политикой стран — членов еврозоны. Фактически евро вполне можно описать как фиксированный обменный курс в его наивысшем проявлении. Валюты стран-членов совершенно не колеблются относительно друг друга, *потому что в них ходит одна и та же валюта*. Валютные союзы обеспечивают стабильность и предсказуемость фиксированных обменных курсов, что ощутимо облегчает международную торговлю. Можно сказать, что пятьдесят американских штатов тоже представляют собой валютный союз: в них всех обращается доллар, и за ними присматривает ФРС.

Существенным недостатком валютного союза является то, что страны-участницы лишаются возможности самостоятельно определять свою кредитно-денежную политику. Как объясняет экономист Гарвардского университета Грегори Мэнкью, «Европейский центральный банк устанавливает процентные ставки по Европе в целом. Но если ситуация в одной стране, например в Греции, отличается от сложившейся в остальной части Европы, эта страна не может проводить собственную кредитно-денежную политику, которая бы позволила ей решить внутренние проблемы» [22]. В главе 11 мы более детально поговорим о евро и, в частности, обсудим этот вопрос. А пока просто отметим, что у греков и немцев возникли некоторые проблемы.

## Просто придумай число

Каков официальный обменный курс северокорейского вона и доллара США? Такой, как скажет северокорейский диктатор Ким Чен Ын. Следует

признать, правительства часто устанавливают официальный обменный курс, не привязанный к экономической реальности (или порой частично привязанный), и требуют от физических и юридических лиц, перемещающих деньги через границы родины, обменивать по нему валюту. В 2013 году, как раз когда эксцентричный Деннис Родман, бывшая звезда Chicago Bulls, отправился в Северную Корею для встречи с верховным лидером (судя по всему, большим фанатом NBA), согласно сообщению Reuters, баскетбольный мяч китайского производства в магазине игрушек в Пхеньяне стоил по официальному обменному курсу 500 долларов. Излишне говорить, что очень немногие северные корейцы тратили всю свою годовую зарплату на покупку баскетбольного мяча, потому что на самом деле он не стоит 500 долларов. По обменному курсу черного рынка — курсу, по которому здравомыслящие люди готовы добровольно обменять воны на доллар, — такой мячик не стоил бы и шести долларов [23].

Как и многое другое в Северной Корее, это было бы смешно, если бы не было так грустно, учитывая негативные последствия для живущих там людей. Нелепо завышенный обменный курс представляет собой еще один способ обогащения правительства за счет собственного народа. Если гипотетическая северокорейская фирма заработала 500 долларов на продаже шикарной дизайнерской одежды в Нью-Йорке, правительство Пхеньяна может заставить ее обменять их на количество вон, за которые на родине можно купить только дешевый баскетбольный мячик — *потому что таков официальный обменный курс*. Фокус вот в чем: потом государственные чиновники могут использовать экспроприированную иностранную валюту для закупки экстравагантных импортных товаров. Между тем очень сильно переоцененная валюта мешает отечественным экспортерам конкурировать на международных рынках. Ведь если бы Северная Корея начала экспортировать баскетбольные мячи в США, они продавались бы по цене 500 долларов по официальному обменному курсу. Хотя в этом случае Северная Корея, очевидно, не самый удачный пример, потому что в ее изолированной экономике совсем мало экспортных отраслей. Тем не менее в истории много примеров официальных обменных курсов, существенно отличающихся от того, который фактически диктуют спрос и предложение. В таких странах неизменно работают черные рынки, на которых валюта обменивается по курсу, максимально приближенному к показателю по паритету покупательной способности — например, по этому курсу баскетбольный мяч в Северной Корее должен стоить шесть, а не 500 долларов.

В связи с вышесказанным возникают сразу два фундаментальных политических вопроса: каков наилучший режим валютного курса для той или иной страны, и как следует координировать стоимость валют по всему миру, чтобы эффективнее всего способствовать глобальной стабильности и экономическому процветанию?

Безусловно, это очень непростые вопросы, но давайте начнем с первого. Как вы уже, наверное, поняли — идеального режима валютного курса не существует (и можно смело сказать, что практика Ким Чен Ына произвольно устанавливать обменный курс таковой не является). Возможны разные компромиссы, в той или иной степени связанные со всеми вышеописанными системами. Точнее говоря, экономисты определили то, что сегодня известно, как трилемму мира международных финансов: ни одна страна не может одновременно обеспечить свободное международное движение капиталов, использовать кредитно-денежную политику для обслуживания внутренних экономических потребностей и поддерживать фиксированный обменный курс. Согласно указанной трилемме, в любой момент времени одновременно можно достичь только двух целей, но не трех. Все три цели несовместимы, но две из них (в любом сочетании) могут быть достигнуты.

Грег Мэнкью, бывший председатель Совета экономических консультантов, описал каждую из этих логических политических целей.

1. *Открытие экономики страны для международных потоков капитала.* Мобильность капитала позволяет гражданам диверсифицировать свои активы за счет зарубежных инвестиций. Кроме того, это побуждает иностранных инвесторов вводить в страну свои ресурсы и опыт.
2. *Использование кредитно-денежной политики в качестве инструмента стабилизации экономики.* При спаде экономики центральный банк может увеличить денежную массу и снизить процентные ставки, а при слишком бурном росте — ограничить предложение денег и повысить процентные ставки.
3. *Поддержание стабильности валютного курса.* Плавающий обменный курс, нередко порождаемый спекуляциями, может стать источником масштабной экономической нестабильности. Кроме того, стабильный курс облегчает домохозяйствам и компаниям возможность участвовать в мировой экономике и строить планы на будущее.



Звучит действительно потрясающе! Увы, как объясняет Мэнкью, «беда в том, что все три цели недостижимы. Если вы выбираете две из них, неумолимая логика экономики заставляет вас отказаться от третьей». Самый лучший способ проиллюстрировать эту трилемму — описать разные варианты, выбранные разными странами, в частности неизбежные компромиссы, на которые им пришлось при этом пойти.

США используют кредитно-денежную политику для достижения целей национальной политики. Главная задача ФРС — поддержание ценовой стабильности и обеспечение полной занятости населения. И потоки капиталов свободно движутся из страны и в нее. А что же обменный курс? Прочити-рую мою дочь-подростка: «Вот то-то и оно!»

Китай выбрал управление предложением денег и валютным курсом. Правительство использует монетарную политику в первую очередь для содействия достижению целей национальной экономики и управляет обменным курсом для стимулирования ориентированных на экспорт отраслей промышленности. Для этого китайское правительство строго контролирует потоки капитала, идущие из страны и в страну — то есть сколько денег китайские граждане могут вывезти за границу, и сколько иностранные компании могут инвестировать в Китай.

В большинстве европейских стран используется третий подход. Государства, связанные друг с другом единой валютой, евро, контролируют обменный курс. Французские компании, ведущие бизнес в Германии, могут не бояться рисков, связанных с колебаниями валютного курса. Капитал свободно движется по еврозоне. Но страны — члены ЕС лишены возможности проводить собственную, независимую кредитно-денежную политику. И тот факт, что экономические потребности таких государств, как Италия, Испания и Греция, серьезно отличаются от потребностей Германии, является одним из самых стрессовых факторов единой валюты [24].

Как видите, страны ведут себя, как подростки, выбирая то, что им больше всего подходит. А как это сказывается на остальных? С обменными курсами связаны две глобальные проблемы. Во-первых, международные потоки капитала могут иногда превращаться в нечто, очень сильно напоминающее паническое изъятие средств из банка, только в иных масштабах. Капитал находит свой путь в любой уголок земного шара, обещающий привлекательную доходность инвестиций. Но когда инвесторы толпой устремляются

на выход, они гробят местную валюту, тем самым усугубляя кризис и побуждая к бегству все больше и больше инвесторов, из-за чего валюта обесценивается еще сильнее. (Именно поэтому иранские менялы с ностальгией вспоминают страшные для экономики их родины дни правления Ахмадинежада.) Национальный центральный банк сталкивается с дилеммой — поднять процентные ставки, чтобы остановить валютное кровоизлияние (и еще больше ухудшить экономическую ситуацию в стране), или, напротив, снизить процентные ставки и тем самым ослабить экономические проблемы, приведшие к кризису (и в результате еще сильнее обрушить стоимость национальной валюты). За последние десятилетия через такие испытания прошли многие страны: Мексика, Аргентина, Турция, Россия, Исландия, Южная Корея, Таиланд. МВФ выступает для этих стран в качестве кредитора последней инстанции, так же, как ФРС — для американских банков. И это порождает ту же базовую проблему морального риска, о которой мы упоминали в предыдущей главе.

Подобные кризисы дестабилизируют мировую финансовую систему. Очевидно, что лучше предотвращать их, чем потом с ними бороться. Специалисты сходятся во мнении, что плавающие обменные курсы в меньшей степени чреваты кризисами, так как обеспечивают своего рода буфер от экономических потрясений и не провоцируют активных действий спекулянтов, которые пытаются предсказать отказ той или иной страны от обязательств по привязке (как это сделал Джордж Сорос). МВФ затронул тему контроля над движением капитала, предложив установить ограничения на оперативность его перемещения инвесторами в страну или из нее, либо обложить эти потоки налогами. Эта идея раньше предавалась в среде экономистов анафеме, поскольку главное предназначение рынков — позволить капиталам беспрепятственно перемещаться туда, где их стоимость максимальна. Однако дестабилизирующие эффекты «горячих денег» нередко перевешивают выгоды.

Вторая проблема связана с обеспечением максимально эффективной координации валютных курсов и потоков капитала в глобальном масштабе. В 2014 году Рагхурам Раджан, глава центрального банка Индии и бывший главный экономист МВФ, посетовал: «Международное сотрудничество в сфере валютных отношений окончательно провалилось». Непредвиденная и несогласованная кредитно-денежная политика приводит ко всевозможным глобальным экономическим проблемам и осложнениям. К 2014 году

укрепление доллара США несло огромную угрозу иностранным компаниям, которые набрали огромные кредиты в период низких процентных ставок в Америке. (Им приходилось погашать задолженность в долларах, и в местной валюте платежи постоянно росли.) А до этого существовала другая проблема: из-за низких процентных ставок и медленного экономического роста в развитых странах деньги в поисках более высокой доходности массово перетекали в развивающиеся страны. Один чиновник МВФ описал это явление, как «международное монетарное цунами». И его результатом нередко становились «пузыри» активов и завышенные обменные курсы [25]. Рагхурам Раджан однажды сказал группе школьников из Мумбаи (прекрасно понимая, что его слова услышат многие влиятельные люди, в том числе из центральных банков разных государств): «Нам всем очень хотелось бы жить в мире, где страны учитывают влияние их политики на другие народы и поступают правильно в широком смысле, а не просто исходя из конкретных обстоятельств своего государства» [26].

О, Рагху (я работал вместе с ним в Чикагском университете, так что имею полное право так его называть), мы уже давно не живем в таком мире. Действительно, нам удалось создать систему скоординированных валютных курсов, которая просуществовала несколько десятилетий в XX веке. Незадолго до конца Второй мировой войны союзники собрались в Бреттон-Вудсе, чтобы спланировать новую международную валютную систему, призванную заменить золотой стандарт в послевоенный период. Но это оказалась последняя успешная попытка координации основных мировых валют. В результате встречи в Бреттон-Вудсе был создан квазизолотой стандарт, согласно которому доллар США привязывался к золоту, а валюты остальных стран — участниц соглашения — к доллару\*. (В ходе Бреттон-Вудской конференции также были учреждены Всемирный банк и Международный валютный фонд.) Таким образом, золото стало своего рода якорем послевоенной международной финансовой системы. С самого начала другие страны, в частности Франция, были недовольны слишком большой ролью доллара в Бреттон-Вудской системе. В итоге в 1971 году она сломалась, когда из-за налогово-бюджетных диспропорций США стало все труднее погашать доллары, предъявляемые иностранными государствами для обмена на золото.

---

\* Физические лица не могли предъявлять свои доллары к оплате золотом. Франклин Рузвельт разорвал связь доллара с золотом еще в 1933 году. Однако иностранные правительства до 1971 года имели право обменивать доллары на золото.

А 15 августа 1971 года, встретившись в уик-энд со своими советниками в Кэмп-Дэвиде, Ричард Никсон аннулировал право иностранных государств обменивать доллары на золото, захлопнув так называемое золотое окно. Бреттон-Вудское соглашение было расторгнуто, что окончательно разорвало связь между долларом и золотом. С этого момента государство, создающее значительный резерв американских долларов, просто владеет большой долларовой массой. Как писал *Economist* по случаю сороковой годовщины этого рокового уик-энда, «так началась эпоха бумажных денег и плавающих обменных курсов» [27].

С тех пор в сфере международного валютного регулирования время от времени случались всплески слаженной командной работы. В 1985 году представители Франции, Западной Германии, США, Великобритании и Японии встретились в Нью-Йорке, чтобы обсудить глобальные дисбалансы, вызванные чрезмерно сильным долларом. На площади Согласия, названной так в честь отеля, где проводились переговоры, участники решили действовать сообща, чтобы удешевить доллар. За два последующих года стоимость американской валюты упала по отношению к иене и немецкой марке на 50 процентов. Впоследствии соглашение «Плаза» было провозглашено «ярчайшим символом международного сотрудничества» [28]. Но вот какая штука: когда крупные экономики мира достигли этой наивысшей точки, Германия по-прежнему была разделена на Восточную и Западную, а Барак Обама еще даже не поступил в университет. В главе 14 мы задаемся вопросом, а не настало ли время для Бреттон-Вудского соглашения II? И существует ли способ использовать преимущества гибкости плавающих обменных курсов без дестабилизирующего эффекта волатильности?

Торговцы на иранской площади Манучехри, безусловно, надеются, что такого способа нет. Волатильность способствует их бизнесу — несмотря на то что для большинства компаний, ведущих бизнес на международном уровне, верно обратное. В бумажных деньгах изначально есть какая-то странность, однако, если понять и принять тот факт, что они представляют собой всего лишь претензию на нечто, имеющее ценность, такие деньги приобретают смысл, как и обмен одних клочков бумаги на другие. Любопытно, что сегодня большинство экономистов единодушны во мнении, что в современных международных финансах золоту не место. Как утверждается в следующей главе, не все то золото, что блестит.

Если бы цена на золото в конце 1920-х годов выросла или, напротив, крупные центральные банки проводили политику стабильности цен, вместо того чтобы упорно придерживаться золотого стандарта, не было бы ни Великой депрессии, ни нацистской революции, ни Второй мировой войны [1].

*Роберт Манделл,  
экономист*

Сразу скажу: я считаю Уинстона Черчилля одним из храбрейших и дальновиднейших лидеров в истории человечества. Его уникальная сила духа на посту премьер-министра вдохновляла Великобританию в разгар Второй мировой войны, а стратегический ум сыграл огромную роль в победе в этой войне. Но даже Черчилль не избежал крупнейших ошибок. Так, будучи первым лордом адмиралтейства в годы Первой мировой войны, Черчилль больше всех ратовал за поистине катастрофическое, как оказалось, нападение британских войск на полуостров Галлиполи (в современной Турции). В ходе этой закончившейся полным поражением операции погибло около 46 тысяч солдат союзников [2]. А позже, уже на посту канцлера казначейства в период между двумя мировыми войнами, Черчилль сделал то, что можно трактовать как экономическое поражение под Галлиполи. Во время Первой мировой войны Великобритания приостановила конвертируемость золота (как и в предыдущие войны), а это означало, что фунт стерлингов нельзя было при необходимости обменять на золото. С таким «отвязанным» от золота фунтом цены во время и после войны неуклонно ползли вверх. По одним подсчетам, уровень цен в Великобритании в 1925 году был вдвое выше, чем в 1914-м [3]. Действие закона, приостанавливающего обмен фунта на золото, истекло в 1925 году, и Черчилль решил, что Великобритания должна вернуться

к золотому стандарту с фунтом, привязанным к его довоенной цене по отношению к золоту (и доллару США).

Мнение Черчилля, поддержанное почти всеми экономическими экспертами того времени, опиралось на то, что фунт стерлингов, обеспеченный золотом, является важной отличительной особенностью Британской империи. Курс фунта стерлингов был привязан к определенному количеству золота на протяжении двух сотен лет, служа источником как национальной гордости, так и финансовой стабильности страны. Во времена европейских войн XIX века конвертируемость фунта в золото временно приостанавливалась, но потом всегда возвращалась к уровню предвоенного обменного курса, так же, как это попытался сделать Черчилль в XX веке. Сильный фунт, как и королева, считался символом Британской империи. Как отметил один наблюдатель, «с конца XVII до начала XX века Британия защищала золотой стандарт с почти религиозным рвением» [4].

Я уже упоминал, что из-за инфляции в стране в годы войны покупательная способность послевоенного фунта в 1925 году была существенно меньше, чем в 1914-м. В результате британская валюта значительно ослабла по отношению как к золоту, так и к доллару США. Иными словами, при обмене золота или долларов на фунты после войны нужно было отдать больше фунтов, чтобы компенсировать тот факт, что теперь на каждый фунт можно купить меньше, чем раньше. Если же Великобритания хотела вернуться к золотому стандарту довоенного уровня, ей следовало повысить стоимость британской валюты, а этого можно было достичь только путем существенного снижения цен в стране. Более низкие цены способствовали бы укреплению фунта стерлингов, поощряя тех, кто предлагал золото и доллары, принимать в обмен меньше фунтов благодаря их большей покупательной способности. Проще говоря, Черчиллю нужна была дефляция. А, как я уже отмечал в предыдущих главах, цены и зарплаты никогда не снижаются без боя. Это не раз подчеркивал современник Черчилля, известный британский экономист Джон Мейнард Кейнс. В серии статей и научных работ Кейнс утверждал, что укрепить фунт до уровня довоенной стоимости «будет гораздо труднее и болезненнее, чем предполагает казначейство», и оказался совершенно прав. Если бы это был экономический фильм ужасов, мы бы сейчас услышали очень зловещую музыку.

Кейнс призывал британских политиков предпочесть ценовую стабильность на внутреннем рынке фиксированному обменному курсу фунта на золото и доллар США. В свете изложенного в предыдущей главе экономист

ратовал за плавающий валютный курс, который позволил бы Министерству финансов страны сосредоточиться на внутренней экономике. Золото заходит в экономику по курсу, не зависящему от предложения товаров и услуг, что означает неизбежное колебание цен, исходя из относительной дефицитности этого драгоценного металла. Кейнс, яростный критик золотого стандарта в целом, весьма красноречиво описал результат возврата к нему: «Золото обязательно либо слишком дорогое, либо слишком дешевое. В любом случае ожидать последовательности событий, которые обеспечат стабильность его стоимости, не следует» [5]. Касательно плана Черчилля восстановить фунт в его довоенной стоимости относительно золота, Кейнс — опять-таки совершенно верно — отмечал, что цены и заработная плата «инертны». В частности, как только фунт укрепится по отношению к доллару, отечественным экспортерам, чтобы сохранить конкурентоспособность в борьбе с американскими компаниями, придется снижать затраты. (Как уже говорилось в предыдущей главе, при повышении стоимости фунта стерлингов на каждый доллар экспортных доходов по возвращении в Великобританию можно будет получить меньше фунтов, и эту упущенную выручку необходимо как-то компенсировать.) Кейнс также предсказывал, что профсоюзы будут активно выступать против снижения заработной платы. Предупреждал он и о неизбежном росте безработицы. По сути, Черчилль намеревался целенаправленно душить национальную экономику — точно так же, как это сделал Пол Волкер в США в начале 1980-х годов. Разница в том, что Волкер старался стабилизировать цены, а Черчилль вынуждал их снизиться. По мнению Кейнса, такой экономический ущерб был неоправданным. Он резко критиковал золотой стандарт, называя его «варварским пережитком», но отмечал, что если уж Британия должна к нему вернуться, то фунт нужно обменивать на золото по курсу, соответствующему послевоенным ценам, а не ведущему к дефляции.

Черчилль, невзирая на аргументы Кейнса, все же воплотил свои планы в жизнь. Результатом стал существенный экономический спад. При укрепившемся фунте у экспортных отраслей начались очень трудные времена. Британские угольные шахты теряли миллион фунтов в месяц, в итоге шахтерам предложили согласиться на снижение зарплаты. Как и предсказывал Кейнс, профсоюзы просьбу проигнорировали, что со временем привело к всеобщей забастовке, так как другие профсоюзы поддержали шахтеров. В 1925 году Кейнс опубликовал памфлет «Экономические последствия решения мистера Черчилля», базировавшийся на ранней пророческой критике

Версальского договора, который закончился Первой мировой войной (эта работа называлась «Экономические последствия мира»). Внутренние экономические проблемы Британии слились с глобальными трудностями, вызванными зарождающейся депрессией. К 1931 году ситуация в Великобритании и других странах напоминала ужасы нашей гипотетической деревни, занимающейся выращиванием риса: «Банковское кредитование прекратилось, породив коллапс цен на сырьевые товары, что, в свою очередь, привело к банкротству компаний и банков». Осенью того же года Великобритания отказалась от золотого стандарта — всего через шесть лет после возврата к обмену фунтов на золото. Черчилль впоследствии описывал это решение, как, пожалуй, наихудшую ошибку за всю его карьеру. А это, согласитесь, говорит о многом, особенно учитывая, что в битве при Галлиполи погибло около 50 тысяч британских солдат.

Золото — химический элемент, к которому еще на заре человеческой цивилизации неудержимо тянуло людей самых разных культур. Это блестящий, плотный, неактивный, нержавеющий и очень податливый металл, из которого относительно легко изготавливать изысканные ювелирные изделия. И, что чрезвычайно важно, хотя и менее очевидно, золото нетленно. Как пишет Питер Бернстайн в своей книге «Власть золота»\*, «вы можете сделать с ним все что угодно, но не можете заставить его исчезнуть. Железная руда, молоко, песок и даже изображение на компьютерном экране преобразуются в нечто неузнаваемо отличающееся от их первоначального состояния. С золотом такое невозможно» [6]. Но для нашего обсуждения важнее всего то, что золото дефицитно. Все золото, когда-либо добытое людьми, может поместиться на одном крупном танкере [7]. Когда у людей много веков назад появились первые деньги, золотые монеты стали логическим продолжением дальнейшего развития событий. Блестящий металл одинаково высоко ценился в разных обществах, поэтому отлично подходил для торговли. Плотность и дефицитность золота позволяли вместить большую стоимость в малюсенькую монету или слиток. Податливость металла обеспечивала возможность чеканить монеты, его неуничтожаемость означала долговечность таких денег, к тому же при желании их можно было расплавить и изготовить новые монеты или ювелирные изделия.

---

\* Бернстайн П. Власть золота. История наваждения. М. : Олимп-Бизнес, 2004. *Прим. ред.*



И все же тот факт, что золото отлично подходит для изготовления ювелирных изделий и прекрасно справлялось с ролью денег в Европе XVI века, вовсе не означает его эффективности в качестве платежного средства в глобальной экономике XXI века. Описанный выше опыт Черчилля и дальновидные аргументы Кейнса наглядно демонстрируют всю привлекательность и недостатки системы, в которой деньги определяются, как фиксированное количество золота (или любого другого драгоценного металла). Сегодня ни одна страна мира не привязывает свою валюту к золоту. Пол Волкер как человек, остро осознающий риск инфляции, заложенный в самую концепцию фидуциарных денег, писал: «Да, золото от нас никуда не денется и будет и впредь высоко цениться не только за внутренние характеристики, но и как последнее прибежище и средство накопления в беспокойные времена. Однако его дни в качестве денег, средства платежа и фиксированной меры стоимости закончились» [8].

Привлекательность этого металла по-прежнему высока, что подтверждают звучащие сегодня в некоторых политических кругах настойчивые призывы вернуться к золотому стандарту (среди так называемых «золотых жуков», как прозвали ярых сторонников сохранения монетарных функций золота). Но для экономистов это эквивалентно требованию создать комиссию по изучению вопроса, действительно ли современный мир плоский. Следует признать, что золотой стандарт и вправду имеет два очень важных преимущества.

1. Он препятствует гиперинфляции, поскольку количество денег ограничено количеством золота.
2. При действии в разных странах он предсказуемым образом фиксирует их обменные валютные курсы\*.

Увы, недостатки золотого стандарта проистекают из тех же свойств, что и достоинства. Как указывал Кейнс, предложение золота не связано

---

\* Впрочем, даже преимущества золотого стандарта, возможно, чрезмерно преувеличены. Период до Первой мировой войны, когда в мире активно использовался золотой стандарт, действительно считается временем уникальной экономической стабильности и глобальной интеграции. Но премьер-министр Великобритании Бенджамин Дизраэли и другие утверждали, что это спокойствие привело к золотому стандарту, а не наоборот. Еще задолго до отказа Великобритании от золотого стандарта Дизраэли сказал группе торговцев из Глазго: «Наш золотой стандарт — не причина, а следствие процветания нашей торговли». См. Peter L. Bernstein, *The Power of Gold: History of an Obsession* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2012), 258.

сколь-нибудь значимым образом с темпами роста глобальной экономики, а это означает, что цены могут повышаться в периоды увеличения добычи золота и падать, когда его предложение отстает от роста остальной части экономики. Как на собственном опыте убедился Черчилль, второй сценарий может иметь весьма пагубные последствия. И, как отмечалось в предыдущей главе, у негибкого фиксированного валютного курса тоже есть обратная сторона медали. Когда валюты разных стран накрепко привязаны друг к другу с помощью золотого стандарта, им приходится подчинять внутренние экономические интересы делу защиты валютного курса. Эта беда постигла Британию в период между двумя мировыми войнами, что довольно скоро стало глобальной проблемой — по мере того, как другие страны совершали подобные ошибки, тем самым ширя и углубляя Великую депрессию. Отсюда и ошеломляющее утверждение лауреата Нобелевской премии Роберта Манделла: что именно ошибочная международная валютная система «навлекла на нас Гитлера, Великую депрессию и Вторую мировую войну» [9].

И не только Манделл дает такую резкую оценку. Милтон Фридман тоже написал много работ о том, как резкое ограничение предложения денег превратило крах фондового рынка 1929 года — относительно «незначительного», с его точки зрения, экономического потрясения — в настоящую экономическую катастрофу [10]. Фридман, в частности, утверждает, что ФРС могла бы проводить более экспансионистскую монетарную политику при сохранении золотого стандарта (об этом мы подробнее поговорим в главе 9). Я же прекращаю ходить вокруг да около и с полной уверенностью заявляю: деньги, обеспеченные золотом, в современной экономике совершенно бессмысленны. В лучшем случае золото играет роль своеобразного сигнала тревоги, простого решения для сложной задачи. В этом качестве оно полностью соответствует моему любимому афоризму из сферы государственной политики: у каждой проблемы в государственной политике есть простое решение — как правило, неверное. В наихудшем случае политики упрямо цепляются за золото, словно за Священное Писание. Как это обычно бывает с фундаментализмом, фанатичнее всего люди придерживаются догм во времена смут и быстрых изменений — именно тогда, когда первостепенную важность приобретает новое мышление.

Как я уже говорил, исследовательская группа Initiative on Global Markets (IGM) Школы бизнеса имени Бута при Чикагском университете периодически проводит опрос на злободневные политические темы в группе

известных экономистов с разными идеологическими взглядами. В 2012 году респондентов попросили выразить свое согласие либо несогласие со следующим заявлением: «Если бы США заменили режим дискреционной кредитно-денежной политики золотым стандартом, привязав доллар к определенному количеству унций золота, то для среднестатистического американца это было бы лучше с точки зрения ценовой стабильности и занятости населения». Абсолютно все респонденты ответили «не согласен» или «категорически не согласен». Никто не выбрал даже вариант «не могу выбрать» [11].

Для большинства экономистов возвращение в США золотого стандарта сродни восстановлению контроля Британской монархии над Америкой — мысль настолько дурацкая, что едва ли заслуживает дальнейшего обсуждения. Во времена правления Рейгана, после периода десятилетней борьбы США с высокой по историческим меркам инфляцией, Конгресс создал комиссию из шестнадцати человек для изучения роли золота во внутренней и международной финансовой политике. В 1982 году эта комиссия пришла к такому выводу: «В нынешних условиях восстановление золотого стандарта не представляется эффективным методом решения проблемы инфляции» [12].

Таким образом, все говорит о том, что время золотого стандарта миновало. Почему? Потому что любой компетентный центральный банк, управляющий фидуциарными деньгами, обладает всеми преимуществами золотого стандарта, не имея при этом его недостатков. А те, кто считает, что миру было бы лучше с «твердой валютой», просто забывают о фундаментальной сути денег, банковской системы и деятельности центрального банка.

И все же... И сегодня находятся люди, которые безапелляционно заявляют, что возврат к золоту экономически целесообразен: золото высвободило бы денежную массу из рук чиновников и способствовало бы оздоровлению и стабилизации экономики. Например, бывший конгрессмен и кандидат в президенты Рон Пол в свое время заручился значительной поддержкой избирателей именно благодаря призыву вернуть золотой стандарт\*. Вот как он вспоминает о выступлении в Университете штата Мичиган, вдохновившем его на написание последней своей книги на эту тему «Покончить

---

\* Конгрессмен Пол был членом так называемой золотой комиссии. Он и его коллега, другой член этой комиссии Льюис Лерман, стали соавторами отчета, в котором выражали свое несогласие с ее выводами. Назывался отчет «В защиту золота: отчет меньшинства золотой комиссии США».

с ФРС»: «Когда я заговорил о кредитно-денежной политике, студенты начали аплодировать. Затем небольшая группа стала скандировать: “Покончить с ФРС! Покончить с ФРС!”. Эти слова подхватили все. Многие поднимали вверх горящие долларовые купюры, как бы говоря центральному банку: вы принесли достаточно вреда американскому народу, нашему будущему, всему миру! Ваше время истекло!» [13] В 2012 году предвыборная платформа республиканцев включала предложение о воспроизведении «Золотой комиссии» 1980 года «для расследования возможных способов фиксации доллара» [14]. А по другую сторону Атлантики швейцарские активисты собрали в 2014 году 100 тысяч подписей, необходимых для проведения общенационального референдума, положительный исход которого заставил бы Национальный банк Швейцарии хранить 20% своих резервов в виде золотых запасов. Economist тогда писал: «По мнению активистов, значительные золотые резервы сделают экономику Швейцарии более стабильной и процветающей. На самом деле верно обратное» [15]. Референдум впоследствии провалился, но за предложение активистов проголосовали более 20% его участников.

Следует признать, что идея денег, обеспеченных золотом, весьма привлекательна. Почему бы во времена экономических трудностей не вернуться к чему-то столь замечательному и надежному, как золото? Разве деньги с определенной внутренней стоимостью не лучше, чем деньги без нее? И разве система не стабильнее, когда предложение денег строго фиксировано, а не безгранично? Нет, нет и нет. Золото совершенно непрактично для экономики XXI века. В этих условиях намного лучше служат деньги в более гибкой, пусть и менее красивой форме. Перечислим причины.

*Золото не защищено от инфляции.* При золотом стандарте цены растут и падают в зависимости от предложения золота — точно так же, как они меняются в связи с предложением другого вида денег. Помните, что случилось, когда в Новом Свете нашли золото и серебро? Цены в Европе тут же поползли вверх. То же самое произошло в XIX и начале XX века после обнаружения крупных месторождений золота в Калифорнии, Австралии и Южной Африке. Мы не должны путать два важных понятия. Конечно, запасы золота ограничены, но это ни в коем случае не гарантирует стабильных цен. Если количество золота, извлекаемого из земных недр, увеличивается быстрее, чем остальная часть экономики, цены (в золоте), как правило, тоже поднимаются. Если же рост предложения золота отстает от остальной части экономики,

ценность этого металла повышается, и цены снижаются. На это указывал и критический анализ Кейнса, хотя, по сути, это фундаментальная концепция спроса и предложения.

*Особенно пагубной может быть дефляция.* Золотой стандарт периодически приводит к падению цен, что, как на собственном горьком опыте убедился Уинстон Черчилль, создает целую кучу неприятностей. Дефляционный парад ужасов включает в себя безработицу, высокие реальные процентные ставки, падение цен на активы и стресс банковской системы, вызванный всеми перечисленными несчастьями. Еще одно предостережение: финал этого сценария — Великая депрессия. Когда Уильям Дженнингс Брайан в 1896 году произнес на общенациональном съезде Демократической партии свою знаменитую речь о «золотом кресте», в Америке использовался золотой стандарт. Брайан выступал за «свободную чеканку серебряных монет» в дополнение к денежной массе. (Серебряные деньги были аннулированы Законом о чеканке монет 1873 года.) Но если отбросить в сторону блестящие металлы, на самом деле Брайан ратовал за прекращение дефляции и отказ от высоких реальных процентных ставок, которые разоряли фермеров Запада. По мере снижения цен фермерам приходилось продавать свои урожаи за все меньшие деньги, в то время как их долги оставались прежними. И Брайан хотел спровоцировать инфляцию (или по крайней мере ослабить дефляцию), чтобы облегчить это бремя. Добавление серебра к денежной массе — выражаясь современным языком, более свободная монетарная политика — в буквальном смысле слова создало бы больше долларов и, следовательно, повысило бы цены и снизило реальные процентные ставки. И то и другое играло бы на руку фермерам-должникам.

Брайан не победил на выборах 1896 года, и золотой стандарт тоже остался на своем месте. Но это еще не конец истории. Открытие примерно в это же время в Южной Африке крупных залежей золота и их разработка привели к росту общемировых темпов инфляции на 4% в год — от примерно 2-процентной годовой дефляции до 1896 года до 2-процентной инфляции в последующий период. Таким образом, приток южноафриканского золота воплотил в жизнь план Брайана без каких-либо изменений в чеканке монет [16].

*Китай, Россия и Южная Африка не должны нести ответственность за кредитно-денежную политику США.* При золотом стандарте денежная

масса зависит от объемов добычи золота. Как показывает приведенный выше пример с Южной Африкой, увеличение золотодобычи (при прочих равных условиях) ведет к росту цен, понижение, соответственно, наоборот. В настоящий момент самым большим в мире добытчиком золота является — Китай. Четвертый по величине производитель — Россия, на шестом месте Южная Африка. А на Соединенные Штаты Америки приходится меньше 6% известных мировых запасов золота. Россия и Южная Африка совместно владеют более чем 20% золотых запасов [17].

Так с какой стати какая-либо страна станет уступать иностранцам контроль над своей денежной массой? Все, что тем или иным образом снижает темпы добычи золота — неумышленно или преднамеренно, — способно весьма негативно влиять на экономику. Как узнали США в результате арабских нефтяных эмбарго 1970-х, другие страны могут и будут стратегически манипулировать поставками сырья способами, наносящими вред американской экономике. Между тем обнаружение новых крупных месторождений золота (скажем, под тающими льдами Арктики) может оказать инфляционный эффект. В любом случае уровень цен определяется скорее количеством золота, извлеченным из недр земли, чем политикой правительства страны или ее центрального банка.

Но разве это не то, что нужно? Очевидно, что народу Зимбабве жилось бы несравненно лучше, если бы предложение денег в стране определялось объемами мировой золотодобычи, а не прихотями самодержавного диктатора с фанатичной склонностью к печатанию новых купюр. Конечно, цены при золотом стандарте могут колебаться совершенно произвольно, но по крайней мере существуют некоторые ограничения степени возможной девальвации денег. Это действительно так. Но позвольте задать вот какой вопрос: а была ли Зимбабве успешной, процветающей страной во всем, что не касается финансовой системы? Безусловно, нет. Роберт Мугабе, единственный лидер страны с момента обретения ею независимости в 1980 году, имеет на редкость скверную репутацию с точки зрения обеспечения прав человека. Он украл у народа как минимум одни президентские выборы, внедрил программу земельной реформы, в результате которой у белых фермеров конфисковали фермы, и сделал еще много подобных вещей. Эта страна — пример полной экономической катастрофы, один из симптомов которой — правительство, безрассудно эксплуатирующее печатный станок. И это подводит нас к следующему пункту.

*Плохие правительства порождают сомнительные деньги, а не наоборот.* В книге «Покончить с ФРС» Рон Пол пишет: «Тирания всегда идет рука об руку с правительством, разрушающим финансовую систему страны» [18]. Я признаю, что разграбление денежных запасов страны является излюбленным инструментом любого ужасного правительства, но в заявлении Пола явно просматривается проблема причинно-следственной связи\*. Это скверные правительства создают ничего не стоящие деньги, а не наоборот. Наличие фидуциарных денег не превращает США в Зимбабве. По сути, плохие правительства не раз доказывали свою способность обворовывать собственные народы, всячески манипулируя деньгами, будь то непрерывно работающий печатный станок или обесценивание золотых и серебряных монет. И это всегда происходило по одной и той же основной причине: потому что бездумные правительства исчерпывали другие варианты оплаты своих счетов.

Если король не может заплатить по своим обязательствам в золотых монетах и никто больше не хочет давать ему займы, первое, что приходит в голову, — активнее использовать уже имеющееся золото. Словом, каждый солдат получит за участие в войне с гуннами все те же 57 золотых монет, обещанных королем, *но содержание золота в каждой из них будет меньше, чем раньше.* А это, по сути, не что иное, как эквивалент включения печатного станка.

Питер Бернстайн рассказывает прелюбопытнейшую историю сицилийского военачальника Дионисия Сиракузского (430–367 гг. до н. э.), который задолжал своим гражданам огромную сумму, а его доход не позволял выплатить этот долг. Тогда «[Дионисий] под страхом смерти приказал принести ему все монеты, имеющиеся в городе. И велел перештамповать их так, чтобы каждая драхма превращалась в две драхмы. После этого с погашением долгов не возникло проблем». В учебнике по государственным финансам о таком не прочтешь.

Надо сказать, древние римляне были большими мастерами девальвации и фальсификации денег. Например, в 260 году, в их серебряных монетах сохранилось на 60% меньше серебра, чем в 27 году до нашей эры, когда на императорский трон взошел Август. Впрочем, король Франции Иоанн II, вошедший в историю как Иоанн Добрый, тоже финансировал свою страсть

---

\* Более полное обсуждение разницы между корреляцией и причинно-следственной связью вы найдете в моей книге «Голая статистика».

к роскоши (и войны с англичанами) за счет изменения денег, сделав это восемнадцать раз только за *первый год своего правления*, а за последующее десятилетие — еще более семидесяти раз. Да и в соседней Англии Генрих VIII, по всей вероятности, больше всего прославившийся пристрастием к обезглавливанию собственных жен и враждой с Папой Римским, находил время и на то, чтобы весьма активно заменять серебро в монетах медью. Целенаправленные усилия Генриха VIII (как и его преемника Эдуарда VI) в этом направлении официально вошли в историю Британии как «Великая порча». Исходя из всего изложенного, можно сделать вывод, что не бумажные деньги становятся причиной безответственной кредитно-денежной политики, и золото (или серебро) тоже не в состоянии от нее защитить.

Если уж на то пошло, правительства, использующие золотой стандарт, всегда могут просто отказаться от него или изменить цену на золото. США, например, сделали и то и другое. Вскоре после того как Франклин Рузвельт в 1933 году стал президентом, Конгресс предоставил ему право изменять содержание золота в долларе. Скажем, сегодня доллар привязывался к одному количеству золота, а на следующий день — к другому, чуть меньшему. Тогдашний глава бюджетного управления усмотрел в этом «конец западной цивилизации». Министр финансов Генри Моргентау описывал в своем дневнике, как он каждое утро встречался с Рузвельтом в президентской спальне, чтобы обсудить экономическую политику, частью которой неизменно было ежедневное установление цены на золото. Чем выше цена золота, тем меньше стоит каждый доллар. Однажды Рузвельт установил цену в 21 цент за определенное количество золота просто потому, что считал 21 своим счастливым числом.

В 1934 году цена на золото была зафиксирована на уровне 35 долларов за унцию — значительное повышение по сравнению с 20,67 доллара по состоянию на 1900 год. Иными словами, содержание золота в каждом долларе снизилось за этот период примерно на 40% [19]. Конечно, частные лица в любом случае больше не могли обменивать доллары на золото: Конгресс аннулировал это право американских граждан в 1933 году. С тех пор предъявлять доллары для оплаты золотом могли только иностранные правительства. Но в 1971 году Ричард Никсон неожиданно положил конец и этой практике [20]. Главный урок: деньги не хуже золота — *до тех пор, пока государство не заявит обратное*.

Справедливости ради надо сказать, что некоторые защитники золота, в том числе Рон Пол, предлагают устранить государство из этого процесса.



Пусть рынок диктует людям и компаниям, что выбрать в качестве средства обращения. Возможно, когда-нибудь это будет биткоин. (Любопытно, что внутренняя стоимость биткоина даже меньше, чем доллара США, — ведь на него не расходуется даже бумага!) Деньги и вправду неплохо работали без вмешательства государства на протяжении всей истории — например, рыбные консервы в федеральных тюрьмах Америки. В настоящее время правительством США запрещено любое конкурирующее законное платежное средство, кроме доллара, что кажется вообще-то довольно странным и излишним указанием. Если какие-то чудаки хотят рассчитывать золотом, зачем им мешать? Такой запрет, кстати, стал мощным аргументом в риторике «золотых жуков», которые утверждают, что если бы золоту дали справедливый шанс, оно оказалось бы неизмеримо лучшим платежным средством, чем бумажные деньги вроде доллара, иены или евро. Питер Шифф, президент брокерской фирмы Euro Pacific Capital, в обзорной статье в Wall Street Journal, пропагандировавшей эту идею, пишет: «Золото — это деньги, потому что их таковыми делают люди. Бумажные же деньги деньгами делают правительства» [21]. Золото — власть народа по-либертариански! В реальности же ни один здравомыслящий человек не станет составлять долгосрочный контракт, указывая цены в золоте. Покупательная способность этого металла гораздо более изменчива, чем любой валюты, которую контролирует достаточно компетентный центральный банк.

Индекс потребительских цен измеряет покупательную способность доллара в долгосрочном периоде. Цена золота измеряет покупательную способность золота. Как вы помните, цель денег — упростить торговые транзакции. Какая из этих двух форм денег — золото или доллар — кажется вам более предсказуемой в качестве единицы обращения? Несмотря на критику действий ФРС после 2008 года, в частности со стороны «золотых жуков», покупательная способность доллара на удивление стабильна. Как отметил журнал Atlantic в 2012 году, «с тех пор как ФРС начала смягчение кредитно-денежной политики, ценовые колебания стали в 23 раза меньше, чем при золотом стандарте» [22].

Впрочем, у нас нет оснований строить по этому поводу догадки. Дело в том, что в мире немало групп людей, которые могут выбирать любые деньги, какие им понравятся, независимо от того, что предписывает закон: наркоторговцы, торговцы оружием и им подобные. Эти ребята не ограничены никакими дурацкими законами, запрещающими золото в качестве

официального платежного средства. Их бизнес базируется на игнорировании любых запретов (иначе они не торговали бы оружием и наркотиками). И какая же валюта приглянулась торговцам оружием и наркотиками, диктаторам и прочим головорезам, не особо интересующимся заявлениями правительства? Представьте себе — доллар\*. Вы хоть раз, включив телевизор, слышали в новостях о том, что у задержанных наркоторговцев конфисковали два килограмма золота? Доллар же имеет хождение далеко за пределами США, причем исключительно на добровольной основе. Предположительно торговцы наркотиками и оружием выбирают его по той же причине, что и все остальные: по сравнению с другими вариантами, это платежное средство характеризуется на редкость последовательной покупательной способностью в долгосрочном периоде.

Принимая во внимание резкую критику, которая сыпалась на ФРС в последние годы, возможно, стоило бы организовать рекламную кампанию вроде рекламных роликов American Express: «Привет! Все зовут меня Эль Хефе, или Боссом. Настоящее имя я назвать не могу, потому что руковожу одним из крупнейших наркокартелей в Мексике и полиция охотится за мной по обе стороны границы. Я убиваю людей, беру взятки и распространяю наркотики по всему миру. А плату предпочитаю брать в американских долларах. Это легко и надежно, и их охотно принимают во всех странах». И далее бодрый голос за кадром: «Сотня американских долларов: не выходите из дома без чемодана, набитого сотнями».

Впрочем, подозреваю, лишенные воображения люди из ФРС такую рекламу не поддержат. А между тем факты подтверждают мою точку зрения. По сведениям ФРС, сегодня на каждого американца приходится 23 сто долларовые купюры в обращении [23]. У меня лично на данный момент всего две такие бумажки, их мне прислала теща на день рождения. Но обычно у меня нет ни одной. И большинство людей, которых я знаю, тоже не носят с собой пачки сотенных. Так где же все эти крупные купюры? По словам Эдгара Фейге, экономиста из Университета штата Висконсин, который занимается исследованиями в этой области, никто не может с полной уверенностью ответить на данный вопрос, отчасти потому, что многие из этих банкнот, по всей вероятности, используются в незаконных сделках или теневой экономике. Фейге объяснил мне в электронном письме: «Нам известно лишь то,

---

\* Хотя, как я расскажу в главе 13, биткоин быстро укрепляет свои позиции на этом поприще.

что некоторая часть американской наличности остается за рубежом и что запасы наличных на душу населения, предназначенных для бытовых целей, значительно превышают суммы, имеющиеся в распоряжении американских компаний и домохозяйств, по их собственному признанию» [24].

*Обладает ли золото внутренней стоимостью?* Этот вопрос сложнее, чем кажется. Я уже говорил, что золото наделено универсальной притягательностью как материал для ювелирных изделий, и это, скорее всего, вряд ли изменится. Но люди во всем мире также приобретают его с целью накопления — как средство сохранения ценности, которое при необходимости можно продать тем, кто изъявит желание его приобрести. Однако определить цену продажи чрезвычайно трудно. Этот металл имеет очень ограниченное промышленное применение (в основном потому, что он редкий и дорогой). Таким образом, стоимость золота в любой конкретный момент времени — по сравнению, скажем, со стоимостью пшеницы или зимних шин — в значительной степени обусловлена человеческими эмоциями. Тут имеет место некоторый парадокс: золото ценно отчасти потому, что другие люди считают его ценным, что не слишком отличается от причины популярности стодолларовой купюры. Как пишет Питер Бернштейн, «золото никогда не достигло бы своего статуса в качестве верховного единоличного правителя денежной системы, если бы не его уникальные физические свойства, но, поскольку этот металл использовали в качестве денег, спрос на него со временем стал совершенно неутолим».

В отличие от покупательной способности стодолларовой банкноты, над управлением которой напряженно и неустанно трудится ФРС, стоимость золота относительно других товаров резко и постоянно скачет. Нет эмпирического способа определить, сколько должно стоить золото относительно хлеба, молока, недвижимости и других товаров. Колумнист *Wall Street Journal* Джейсон Цвейг, специализирующийся на теме личных финансов, отмечает: «При отсутствии четких мер вроде соотношения цены и прибыли или доходности облигаций в качестве контрольного показателя ценности попытка выяснить, является драгоценный металл дешевым или дорогим, равносильна попытке собрать кубик Рубика с завязанными глазами» [25].

Для тех, кто инвестирует собственные средства, это весьма существенный момент: золото — мертвый актив. Это означает, что, в отличие от облигаций, недвижимости или депозитных сертификатов, оно не приносит дохода. Закапывать золото в подвале имеет смысл, только если вы боитесь

экстремальной инфляции или в обществе назревают серьезные беспорядки. Хотя, наверное, во втором случае более разумным вложением будет дробовик и пара коз. Мы же не думаем, что в постапокалиптическом мире люди будут носить золотые украшения? Скупка золота — логичный способ накопления в странах с недостаточно развитой банковской системой, скажем в Индии, где принято хранить богатство в ювелирных изделиях. Но материальные ценности данного типа всегда могут быть украдены или потеряны, и, что, возможно, еще важнее, их нельзя сдать в аренду, чтобы кто-то мог их применить в полезных целях. Как пишет Бернштейн: «Накопительство аналогично покупке страхового полиса. Как в случае с последним, накопительство золота сопряжено с определенными расходами, так как лежащий без дела металл бесполезен». Другие способы хеджирования против инфляции позволяют получать доход на капитал. Например, стоимость земельных участков во время инфляции растет. Кроме того, землю можно обрабатывать, получая в результате регулярный доход. Цена квартир тоже повышается, когда растут другие цены, к тому же владелец жилой площади может получать доход от ее аренды. А по казначейским ценным бумагам США с защитой от инфляции (Treasury's Inflation-Protected Securities — TIPS) выплачивается фиксированный процентный доход плюс дополнительная сумма, компенсирующая инфляцию за соответствующий период.

Накопительство затратно и для общества. Любые сокровища, закопанные в подвале или обвивающие запястье невесты в виде золотого браслета, — это капитал, который нельзя сдать в аренду предпринимателю для открытия бизнеса или студенту медицинского института. Весь смысл финансовой системы — сводить вкладчиков и заемщиков, чтобы в результате выиграла обе стороны. Золото же так не работает. В Индии данный факт признан настолько серьезным, что правительство анонсировало специальную программу создания банков золота, в которые индийцы могут депонировать золото в обмен на сертификаты. В дальнейшем планируется выдавать золото на депозитах в кредит.

Значительная часть всего мирового золота находится в хранилищах под зданием ФРС в Нью-Йорке. Уоррен Баффетт, один из самых успешных инвесторов все времен, заметил, что это довольно любопытно, когда нечто якобы столь ценное без дела пролеживает в хранилищах: «[Золото] извлекают из земных недр в Африке или где-то еще. Потом мы его переплавляем, а затем выкапываем другую яму, зарываем металл снова и платим людям, чтобы они его

охраняли. У золота нет никакой полезности. Любой марсианин, глядя на подобные действия со своей планеты, в недоумении почесывает затылок» [26].

Впрочем, несмотря на вышесказанное, самый веский аргумент против золотого стандарта гораздо прозаичнее. И он мог бы свести всю эту главу к одному-единственному абзацу — к словам, которые сильно огорчили и расстроили меня, когда Пол Волкер несколько лет назад произнес их в своем кабинете...

*Золота недостаточно.* Волкер сказал: «Запасов золота в мире гораздо меньше, чем всех существующих сегодня международных валют». Вы, вероятно, помните, что все когда-либо добытое в мире золото поместится на одном супертанкере. Это как если бы мы много лет назад начали партию в покер с пятью игроками и пятьюдесятью фишками. Теперь у нас сотни столов, за которыми играют в покер, а фишек по-прежнему пятьдесят. Это никогда не сработает. Или, точнее говоря, никогда не сработает каким-либо практичным способом. Конечно, мы могли бы установить настолько высокую цену на золото, что технически оно обеспечивало бы все деньги в обращении, — скажем, унция золота стоила бы 10 тысяч долларов. Но это противоречит главной цели золотого стандарта. Ни один здравомыслящий человек не отказался бы от текущей покупательной способности в 10 тысяч долларов ради унции золота. *Не настолько безумно мы любим ювелирные изделия.* В итоге доллар фактически ничем не был бы обеспечен.

Сторонники возврата к золотому стандарту обычно часто жалуются на нынешнюю финансовую систему. И большинство этих жалоб, без сомнения, обоснованны. Фидуциарные деньги действительно могут использоваться способами, ведущими к инфляции. И ФРС должна быть более прозрачной. И центральный банк, выступающий в качестве кредитора последней инстанции, действительно порождает моральный риск. И международная валютная система нуждается в большей предсказуемости и стабильности. Все это верно. Ошибка поклонников золотого стандарта в том, что, по их мнению, золото является эффективным средством решения всех вышперечисленных проблем. На самом деле решить их может только усовершенствованная деятельность центрального банка.

С точки зрения современной экономики золото с треском проваливает все три основных теста на роль эффективных денег.

1. Золота недостаточно, чтобы оно могло служить в качестве средства обращения.
2. Его стоимость слишком сильно колеблется, чтобы оно могло быть эффективной мерой стоимости.
3. Оно не приносит никакого дохода при использовании в качестве средства накопления.

И все же во многих отношениях золото — гораздо более понятная форма денег, нежели бумага. Возврат к золоту во времена серьезных экономических трудностей может показаться правильной идеей — почти такой же удачной, как сжигание ведьм из-за плохого урожая. Столетия доказательств указывают на то, что ни одна из этих мер базовую проблему не решит. Так что давайте закончим тем, с чего начали — огромными затратами, которые несет человечество, упрямо цепляясь за систему, не имеющую экономического смысла, какой бы понятной она ни казалась на первый взгляд.

Экономист Барри Эйхенгрин написал целую книгу о том, что золотой стандарт является ключом «к пониманию Великой депрессии». Эту идею мы с вами всесторонне исследуем в главе 9. А пока важно признать, сколь опасным может быть ложное очарование золота, особенно в периоды экономических потрясений. Эйхенгрин пишет:

Повысив хрупкость международной финансовой системы, золотой стандарт 1920-х годов заложил фундамент для депрессии 1930-х. Золотой стандарт послужил механизмом передачи дестабилизирующего импульса от США остальной части мира. Золотой стандарт усугубил первоначальный дестабилизирующий шок. Он стал основным препятствием на пути компенсирующих мер и действий. Он был ограничением, которое помешало людям, принимающим политические решения, предотвратить крах банков и не дать распространиться финансовой панике. По всем этим причинам международный золотой стандарт можно считать ключевым фактором депрессии мирового масштаба. И по тем же причинам восстановление мировой экономики стало возможным только после отказа от золотого стандарта [27].

Скверные идеи всегда приводят к негативным последствиям — как в прежние времена, так и сейчас. Конечно, опасаться того, что США вернуться к золотому стандарту, не стоит. Тем не менее те же заблуждения, из-за которых золото кажется невероятно привлекательным, как правило, осложняют и нынешнюю кредитно-денежную политику. Обозреватель Financial Times Мартин Вулф описал беседу с одним американским политиком, который утверждал, что реакция ФРС на финансовый кризис 2008 года приведет к гиперинфляции. Вулф пишет: «Подобно многим, этот человек не сумел разобраться в нюансах работы кредитно-денежной системы. К сожалению, в данном случае неведение не есть благо, потому что оно очень сильно усложнило задачу повышения эффективности центральных банков» [28].

И это действительно крайне важно. Кредитно-денежная политика может казаться чем-то таинственным, понятным только посвященным. Но такими казались и некоторые из тех странных деривативов, которыми Уолл-стрит бойко торговала в начале 2000-х годов. В чем это выражается? Когда в кредитно-денежной политике все идет хорошо, мы ее едва замечаем. Мы просто живем повседневной жизнью, управляя деньгами, которые воспринимаем как нечто само собой разумеющееся, используя финансовую систему, в которой не случается сбоев и крахов, и попутно понося регулирующие органы, которые, похоже, только и делают, что все усложняют.

Но дела далеко не всегда идут гладко. Как мы выясним во второй половине книги, неверное понимание сути денег способно уничтожить целые экономики и разрушать человеческие жизни.





*Часть II*

**ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЕНЬГИ**



Вы приходите к нам и заявляете, что золотой стандарт выгоден большим городам. А я говорю вам, что большие города опираются на необъятные плодородные прерии. Сожгите ваши города и оставьте наши фермы — и ваши города будут возникать снова и снова, как по мановению волшебной палочки. Но уничтожьте наши фермы — и улицы всех городов в этой стране зарастут травой...

Если они посмеют выйти в открытое поле и защищать золотой стандарт, как нечто полезное, мы будем бороться с ними до последнего вздоха, и за нашей спиной будут стоять трудящиеся нашей страны и всего мира. Вы не должны силой возлагать на чело труда этот терновый венец. Вы не должны распинать человечество на золотом кресте [1].

*Уильям Дженнингс Брайан*

Неужели голландцы действительно купили Манхэттен у индейцев за бусы из бисера стоимостью 24 доллара, как нам рассказывали в начальной школе? И если да, было ли это на самом деле такой уж невероятной провальной сделкой для местных индейцев племени ленапе? Начнем с того, что Манхэттен тогда был всего лишь необитаемым участком суши. Голландцы не получили за свои бусы Пятую авеню, Центральный парк и здание с именем Дональда Трампа на фасаде. В те времена было много неосвоенных земель. И все равно история с бисером кажется очень маловероятной. В письме агента торговой компании Dutch East India, адресованном голландскому правительству, упоминается о покупке «острова Манхэттена у дикарей за 60 гульденов» [2]. Именно эту сумму позже пересчитали по обменному

курсу XIX века, получив 24 доллара, однако историки отмечают, что определить реальную стоимость гульденов на тот момент как для голландских поселенцев, так и для местных индейцев чрезвычайно трудно. Предположительно гульденны должны были цениться индейцами только с той точки зрения, что их можно было использовать для сделок с голландцами.

Между тем нам достоверно неизвестно даже то, действительно ли индейцы владели этим островом, не говоря уже о том, чтобы его использовать. По одному из предположений, идея «права собственности» на землю и воду была чужда индейской культуре, стало быть, уплаченную сумму следует рассматривать скорее как плату за совместное пользование [3]. Один профессор права описал эту сделку как «не отказ от острова, а просто символ согласия принять голландцев в качестве жителей». Более коварная (и забавная) теория состоит в том, что индейцы, продавшие голландцам землю, были шайкой мошенников, просто проходивших через Лонг-Айленд. Они продали остров, на который никогда даже не претендовали, и отправились восвояси, счастливые и довольные, унося с собой все, что сумели вытянуть из наивных покупателей. Можно с пеной у рта спорить о том, совершили ли вы глупость, продав подержанный Mercedes за 5 тысяч долларов. Но если вам удалось продать за 5 тысяч долларов подержанный Mercedes, *который вам не принадлежал*, это делает вас истинным гением коммерции [4]. Какая замечательная ирония была бы в этой истории, если бы обманутыми простаками в сделке оказались не индейцы, а голландцы! Но вообразим, что в ней были задействованы не голландские гульденны, а бусы из бисера. Кто берется утверждать, что эти блестящие шарики — такая уж невыгодная сделка? Так ли уж глупо было отказываться от острова ради горстки блестяшек? Ведь практически любой читатель этой книги с радостью обменяет свой дом, машину и прочие ценности на мешок алмазов или чемодан золотых слитков — то есть на другие блестяшки, также не имеющие почти никакой практической ценности.

Как бы там ни было, в истории с Манхэттеном упускается из виду то, какую роль играли деньги, когда европейские поселенцы начали торговать с коренными американцами. Голландцы приходили в полное недоумение, наблюдая, как высоко индейцы ценят вампумы — декоративные бусы из ракушек, используемые тогда в качестве денег. В 1650 году пастор голландской реформаторской церкви в Нью-Амстердаме Йоганнес Мегаполенсис писал: «Индейцы ценят эти ракушки так же высоко, как многие

христиане золото, серебро и жемчуг, а вот наши деньги им совершенно не нравятся» [5]. И голландцы адаптировались к ситуации — как и современные американские туристы, приезжающие в Париж или Гонконг. Среди поселенцев по всему северо-востоку Америки бусы из ракушек стали широко распространенным средством обращения. Это послужило предпосылкой для возникновения проблемы с товарными деньгами, о которой я пока умалчивал. Теоретически преимущество товарных денег заключается в их стандартной и общепризнанной ценности: табак — это табак, коровы — это коровы. На самом же деле качество одного табака лучше, другого хуже; одни коровы толстые и здоровые, а другие тощие и больные. А ракушечные бусы казались более стабильными — это всегда ракушки, обычно нанизанные на нить длиной в человеческую руку. И все же голландцы заметили одну довольно любопытную тенденцию: когда индейцы приходили за оплатой в вампумах, они приводили в качестве меры самого высокого человека, когда же им нужно было платить, они приводили чуть ли не гнома [6].

Получается, что кроме оспы и алкоголя европейские поселенцы принесли в Америку еще одно бедствие — вампунную инфляцию. Индейцы племени наррагансет традиционно считались монополистами в области производства вампумов. Предложение бус было относительно низким и стабильным из-за трудоемкости их изготовления: собрать раковины, разбить на части, отшлифовать каждую бусину до одинакового размера, проделать в середине отверстие и нанизать на нить. Голландцы ускорили этот процесс, снабдив индейцев стальными инструментами, что, по сути, эквивалентно предоставлению правительству Зимбабве дополнительных печатных станков. С приходом колонистов предложение вампумов резко увеличилось, что неизбежно привело к инфляции [7]. Как заметил Милтон Фридман, «вампунная инфляция — это всегда и везде денежный феномен». Ну ладно, он этого не говорил, но точно мог бы сказать, если бы потратил больше времени на изучение деятельности голландских колонистов. Как ни парадоксально (хотя и неудивительно), машинное производство ракушечных бус в конечном итоге нивелировало их функцию средства обращения.

Деньги играли решающую роль на каждом этапе американской истории. Говоря «деньги», я имею в виду не богатство (кур, фабрики и квартиры), а все используемое нами в качестве средства обращения для покупки кур,

фабрик и квартир: вампумы, испанские дублоны, континентальные деньги, золото, бумагу, компьютерные байты. Американская история — это еще и история денег. В их роли побывали сырье, золото и бумага. У нас случались инфляции. И дефляции. У нас даже были стагфляции. Многие из самых жестоких политических сражений в Америке велись вокруг национальной валюты, будь то аргументы Александра Гамильтона в защиту национального банка или попытки Эндрю Джексона уничтожить эту систему. Уильям Дженнингс Брайан, призывая увеличить предложение денег благодаря серебряным монетам, заботился об интересах западных фермеров, а нью-йоркские банкиры — о своих собственных, создавая ФРС для смягчения банковских паник, характерных для XIX и начала XX века. В предыдущей главе мы говорили о том, что упорное цепляние Америки за золотой стандарт углубило и продлило Великую депрессию. А если считать, что эта депрессия (самая тяжелая за всю историю США и Германии), по мнению многих специалистов, привела ко Второй мировой войне, то, возможно, ее стоит рассматривать как наихудшее бедствие в сфере государственной политики за всю историю человечества.

Каждая известная нам глава американской истории — колониальные времена, революция, Гражданская война, заселение Запада, Великая депрессия и другие события — имеет свою историю денег. Иногда это просто любопытные заметки на полях. В других случаях это то, что в корне меняло траекторию движения страны. Джимми Картер проиграл на президентских выборах частично из-за стагфляции 1970-х. Рональд Рейган был переизбран в 1984 году благодаря использованию в своей кампании девиза «В Америке вновь утро» — отчасти потому, что Полу Волкеру удалось побороть инфляцию. На момент написания этих строк некоторые критики весьма сурово осуждают ФРС за чрезмерно агрессивную реакцию на финансовый кризис 2008 года, другие же, напротив, утверждают, что центральный банк Америки сделал недостаточно для снижения уровня безработицы. Кто прав в этих дебатах, очевидно, покажет время.

Историки экономики написали тысячи страниц по каждой из этих тем. Например, ранее я часто цитировал отличную работу Барри Эйхенгринга, посвященную Великой депрессии. А одним из самых выдающихся достижений Милтона Фридмана считается фундаментальный труд, написанный в соавторстве с Анной Шварц, под названием «Становление денежной системы в США, 1867–1960 годы». Но моя цель гораздо проще

(в значительной степени потому, что я знаю об этом предмете меньше, чем упомянутые мной люди) — окончательно убедить вас в том, что деньги и связанные с ними институты действительно крайне важны. Деньги, банковская система и деятельность центрального банка существенно повлияли на ход американской истории. И будут делать это и впредь. Итак, далее вашему вниманию представлен краткий обзор наиболее знакомых сюжетов американской истории с некоторыми менее знакомыми подробностями, касающимися роли денег в эти периоды, — своего рода «монетарная» историческая выборка, если хотите.

### **Колонисты: что лежало в кошельке героя американской революции Пола Ревира?**

У первых американских колонистов было мало денег. Это не означает, что им не хватало богатства (хотя, вероятно, о многих из них можно сказать и так). Я имею в виду, что им не хватало денег в последовательной и согласованной форме — тех, которые можно было использовать как средство обращения. Кого в этом винить? Очевидно, вероломных британцев — тех самых, которые принесли нам налоги без представительства. Англичане стремились наладить эксклюзивные торговые отношения с каждой колонией, препятствуя их торговле друг с другом. И достигали этой цели, ограничивая количество отправляемых в колонии фунтов и пытаясь запретить колониям чеканить собственные деньги. В результате нехватка денег восполнялась всем, что хоть как-то годилось для этой роли: немногочисленными фунтами стерлингов; испанскими долларами, накапливавшимися у торговцев и купцов; монетами и банкнотами, которые эмитировались частными банками (часто довольно подозрительными), и всевозможными сырьевыми товарами [8].

Обычным явлением, например, была торговля с использованием «товарных культур», таких как домашний скот и табак. Многие колонии даже принимали налоговые платежи в форме товаров. (Попробуйте-ка сегодня отправить в Федеральную налоговую службу козла или пару мешков муки.) Очевидно, что такие налоговые платежи были чреваты рядом проблем, и прежде всего материально-технических. Мало того что мытарю приходилось бегать за оплатой — иногда в буквальном смысле слова, — он также должен был рассчитать платеж в коровах, табаке или бушелях зерна, а затем еще найти всему этому применение. При этом колонисты, разумеется,

старались всучить в качестве налога наихудший из имеющихся у них товаров. Что может быть привлекательнее налога в виде тощего издыхающего быка? Чиновники из Род-Айленда жаловались, что им некуда девать «истощенный» крупный рогатый скот. Та же ситуация наблюдалась в Вирджинии с табаком. В 1680-е годы генеральный ревизор штата сообщал, что «количество непригодного для продажи табачного листа», собранного мытарями, достигло такого уровня, что «доход от этого источника практически сошел на нет» [9].

Неудивительно, что власти искали более надежную форму денег. В 1690 году колония Массачусетского залива первой среди правительств Северной и Южной Америки начала печатать собственные бумажные деньги. Массачусетс эмитировал бумажные банкноты, которые выплачивались солдатам с обещанием последующего выкупа за золото или серебро. Купюры провозглашались «законным платежным средством», а это означало, что их можно было использовать для погашения личных задолженностей и оплаты налогов [10]. Другие колонии тоже занялись выпуском собственных денег. Обычно колониальные правительства эмитировали бумажные деньги, чтобы покрыть расходы на войну или избежать повышения налогов. А, как мы уже знаем, печатать деньги — это все равно что съесть горсть попкорна: всегда возникает огромный соблазн съесть еще и еще. В результате все колонии, за исключением Вирджинии, эмитировали слишком много бумажных денег (особенно Род-Айленд), что закономерно привело к инфляции [11]. Эксперименты с бумажными деньгами продолжались вплоть до середины XVIII века параллельно с горячими спорами относительно их достоинств и недостатков. На одной стороне выступали люди, которыми двигал страх перед инфляцией, о чем свидетельствует письмо, опубликованное в *Virginia Gazette* под названием «Многообразие зол бумажных денег» [12]. На другой — находились те, кто поддерживал бумажные деньги, усматривая в них решение проблемы недостатка денежной массы в обращении. Бенджамин Франклин в 1729 году так прямо и писал, что выпуск бумажных денег может привести страну к «воцарению мира, любви и единства» [13]. Вариации дебатов на эту тему ведутся в Америке вот уже 250 лет — тут и Уильям Дженнингс Брайан с его «свободным серебром» в XIX веке, и споры по поводу золотого стандарта в XX и смягчение кредитно-денежной политики в XXI. Главный вопрос: в какой момент денег становится слишком много?



В 1764 году вероломные британцы временно аннулировали актуальность дебатов по поводу бумажных денег, приняв Закон о денежном обращении, запрещавший все бумажные деньги, эмитированные колониями. Раньше они устанавливали лимиты на колониальные деньги, но никогда еще их ограничительные меры не касались сразу всех колоний [14]. Несмотря на предыдущие проблемы с инфляцией, запрет на бумажные деньги породил новые экономические издержки. В связи с ростом населения и расширением торговли колонии нуждались в увеличении объемов денежной массы, британцы же целенаправленно их сокращали [15]. Закон о денежном обращении укрепил растущее в обществе ощущение, что экономические интересы колоний всегда будут подчиняться интересам британцев [16]. Все мы знаем, чем это закончилось.

## **Революция: почему Рону Полу не понравился бы Джордж Вашингтон**

Начало Войны за независимость США позволило американцам беспрепятственно запустить печатные станки. Отдельные колонии эмитировали новые деньги для оплаты военных расходов, явно наслаждаясь возможностью придумывать злободневные варианты дизайна купюр. Ранним бумажным деньгам Америки посвящены целые книги. Штат Мэриленд, например, выпустил ряд банкнот с изображением «Георга III, попирающего Великую хартию вольностей [так в оригинале]» [17]. Наряду с деньгами разных штатов деноминированные в долларах бумажные деньги начал печатать и недавно сформированный Континентальный конгресс. (В колониях всегда ходили испанские доллары, что сделало доллар логической единицей учета, призванной заменить ненавистный фунт стерлингов [18].) Эти континентальные деньги позволили Континентальному конгрессу финансировать на ранних этапах революцию в отсутствие национальной налоговой системы [19]. (В том факте, что республика, активно использовавшая бумажные деньги, начиналась с бюджетных расходов, не покрываемых доходами, кроется немалая ирония, о которой наверняка забывают участники современного движения чаепития, уже упоминавшегося нами ранее.) Джордж Вашингтон, возможно, прославился своими деревянными зубами, но его бумажные деньги сыграли в американской истории неизмеримо более важную роль.

Стоимость континентальных денег быстро снижалась по вполне логичной причине: их количество увеличивалось по сравнению с доступными

товарами и услугами [20]. Англичане, отлично разбиравшиеся в экономике финансов военного времени, пытались победить революционеров тем же оружием, которым много позже нацисты хотели победить самих британцев — стратегическим фальшивомонетничеством. В январе 1776 года британцы, контролировавшие Нью-Йорк, позволили своим судам встать на якорь в гавани города. На одном из этих кораблей под названием *Phoenix* было сорок четыре пушки на палубе и еще более мощное оружие в трюмах — печатный станок [21]. К кампании активно привлекали англичан: они распространяли фальшивые континентальные деньги во всех колониях. По плану, сильная инфляция должна была разрушить механизм военного финансирования революционеров. Для облегчения хождения поддельных банкнот британцы даже размещали рекламу в нью-йоркских газетах, предлагая путешественникам, направлявшимся в колонии, неограниченное количество фальшивок — им требовалось только заплатить за бумагу, на которой подделки были напечатаны [22]\*. Все это безумное печатание денег — и англичанами и колонистами — привело к вполне предсказуемым последствиям. В какой-то момент Джордж Вашингтон жаловался одному из отцов — основателей США Джону Джею: «На вагон денег уже не купить и вагона провизии» [23].

Континентальной армии удавалось выклянчивать, занимать и красть средства достаточно долго, чтобы в конце концов одолеть англичан [24]. Я говорю это в буквальном смысле: они выпрашивали деньги у иностранных государств, заимствовали на внутреннем рынке и злодейски отнимали частную собственность. Когда в 1787 году делегаты собрались в Филадельфии для разработки проекта конституции, денежный хаос колониального периода все еще оставался приоритетной проблемой. Конституция США, в частности, запрещает штатам чеканить монеты или эмитировать векселя. Согласно статье 1, право «чеканить монету, регулировать ее ценность и ценность иностранной монеты, устанавливая единицы мер и весов» имеет только американский Конгресс [25]. То, как именно он должен осуществлять

---

\* Это, кстати, подсказало мне отличную идею для борьбы с периодическими угрозами дефляции в еврозоне: Европейский центральный банк просто должен предоставлять неограниченное количество бесплатных евро любому человеку (в том числе, конечно, мне), готовому потратить их на отпуск в Европе. Разумеется, мы заплатим за бумагу, на которой они будут напечатаны.

это право, служит темой горячих дебатов вот уже целых 250 лет — и, скорее всего, они продолжатся и в будущем.

## Первый банк США

Конгресс вскоре воспользовался предоставленным ему правом, приняв в 1792 году Закон о чеканке монет [26]. Им санкционировалось строительство первого федерального здания, Монетного двора США, в Филадельфии [27]. Александр Гамильтон, первый секретарь Казначейства, постановил, что монеты будут чеканиться из золота и серебра и опять же деноминироваться в долларах. Это значит, что любой человек мог принести золотые или серебряные слитки на монетный двор и взамен бесплатно получить монеты. Количество золота и серебра в долларе было зафиксировано [28]: десяти-долларовая золотая монета содержала 17,5 грамма золота, а серебряный доллар — 27 граммов серебра. Понятно, что этот «биметаллический» стандарт фиксировал также стоимость золота и серебра относительно друг друга (15 к 1). В таком биметаллическом режиме финансовая система США работала большую часть XIX века\*.

Между тем тогдашний министр финансов США Гамильтон считал, что молодой стране недостает адекватной финансовой инфраструктуры. Денежной массы не хватало для удовлетворения потребностей растущей

---

\* Любой биметаллический режим чреват нестабильностью, поскольку предложение двух металлов (например, золота и серебра) может колебаться независимо друг от друга. Так, открытие крупных новых залежей серебра уменьшит дефицит этого металла по отношению к золоту — невзирая на то, что их относительная ценность зафиксирована на законодательном уровне. Любой гражданин может отнести золото или серебро на монетный двор и получить доллары. Когда серебро становится более доступным (и, следовательно, менее ценным), граждане все чаще переводят его в доллары, придерживая золото, либо обменивают золото на серебро по рыночному курсу, а затем используют это серебро, чтобы получить больше долларов, чем в случае, если бы они отнесли на монетный двор золото. Пример с разными товарами поможет лучше объяснить эту мысль. Предположим, Конгресс в 1990 году установил, что стоимость доллара составляет один горный велосипед или, скажем, один DVD-плеер. В те времена эти два товара стоили примерно одинаково. Но к 2015 году цена горного велосипеда намного превысила цену DVD-плеера, хотя Конгресс по-прежнему утверждает, что в долларах они должны стоить одинаково. Понятно, что каждый, кому нужны новые деньги, понесет на монетный двор DVD-плеер, а не горный велосипед. По сути, особо предприимчивый человек может обменять горный велосипед на несколько DVD-плееров, отнести их на монетный двор и получить за них гораздо больше долларов, чем за горный велосипед. По этой причине большинство биметаллических стандартов в конце концов превращаются в единую валюту, либо неявно, либо на законодательном уровне.

экономики [29]. Да и правительству нужно было где-то заимствовать средства. Гамильтон предложил создать национальный банк, который будет находиться преимущественно в частной собственности (государство будет владеть пятой частью акций), но право на ведение дел ему будет предоставлять федеральное правительство (то есть выдавать лицензию). Банк будет способствовать удовлетворению основных повседневных финансовых потребностей: предоставлять займы правительству (и принимать у него вклады), выдавать кредиты торговцам и фермерам, эмитировать банкноты для увеличения предложения денег [30]. На аналогичной модели в 1694 году был основан Банк Англии.

Идея Гамильтона встретила серьезное сопротивление со стороны Томаса Джефферсона и Джеймса Мэдисона, увидевших в создании национального банка попытку неконституционного расширения полномочий федеральной власти. Со временем конституционные проблемы разрешились, однако оппозиция до сих пор выступает против системы центрального банка как способа нездорового накопления централизованной власти. Рон Пол, конечно, не Томас Джефферсон, но сторонников у него тоже немало. В книге «Покончить с ФРС» он пишет: «Ни один институт в обществе не должен обладать такой огромной властью» [31]. Джефферсон и его коллеги-антифедералисты тоже считали, что банк будет обслуживать богатых купцов за счет простого народа, в первую очередь фермеров. Эта всеобъемлющая тема — столкновение интересов банкиров и рядовых американцев — также очень давно стала неотъемлемой частью политического диалога. В переводе на современный язык это тема «Уолл-стрит против Мэйн-стрит», весьма активно дебатруемая после финансового кризиса 2008 года. К сожалению, современные политики порой даже ведут себя столь же некрасиво, как их давние коллеги. Например, однажды Джефферсон назвал Гамильтона «иностранным ублюдком» [32]. В защиту Джефферсона стоит сказать, что с формальной точки зрения он был прав. Гамильтон действительно родился в Вест-Индии, и его мать была не замужем. И все-таки звучит как-то уж очень бестактно.

Можно сказать, Гамильтон выиграл битву, но проиграл войну, по крайней мере для XIX века. В 1791 году Первый банк Соединенных Штатов Америки получил лицензию на двадцать лет. За время ее действия пять миллионов долларов бумажных денег банка разрослись до такой степени, что на его активы приходилось примерно 20% всей денежной массы

страны [33]\*. К 1808 году, когда акционеры банка попросили возобновить его лицензию, политический ландшафт в стране существенно изменился. После нескольких лет активных политических махинаций противники банка в конечном счете победили. Исход голосования в Сенате переломил вице-президент Джордж Клинтон, отдав свой голос против продления лицензии. В 1811 году Первый банк США закрыл свои двери [34].

Но этим дело не закончилось, и второй сценарий очень сильно напоминал первый. Четыре года спустя американская нация снова отчаянно нуждалась в кредите, отчасти из-за огромных затрат на войну 1812 года. Тогдашний секретарь Казначейства Александр Даллас утверждал, что «национальный банк — один из лучших и, пожалуй, единственный адекватный ресурс, способный избавить страну и правительство от нынешних затруднений». Президента Джеймса Мэдисона (противника Первого банка) в конечном счете убедили в том, что национальный банк необходим для успеха Америки, и в 1816 году он подписал лицензию на двадцать лет Второму банку США [35]. Как и в первом сценарии, к тому времени, когда встал вопрос о продлении лицензии Второго банка, политические ветры опять дули в другую сторону. На этот раз роль непримиримого архиврага банка сыграл Эндрю Джексон. Президент-популист, основавший современную Демократическую партию, ругал и поносил все, что воплощал в себе национальный банк: финансовую элиту, кредиты, централизованную власть и все, что хотя бы отдаленно напоминало бумажные деньги. Так что тот факт, что портрет Джексона красуется на ничем не обеспеченной двадцатидолларовой банкноте, можно считать одним из любопытнейших парадоксов американской истории.

Попытки Джексона уничтожить Второй банк, в том числе его борьба с «тщеславным и высокомерным» президентом банка Николасом Биддлом, — пример одной из самых эпических политических баталий в американской истории. Биддл намеренно ограничил банковское кредитование в надежде, что последующее за этим падение экономики накажет Джексона

---

\* Первый и Второй банки США практиковали также рудиментарную форму кредитно-денежной политики. Приобретая банкноты штатов, банк предоставлял дополнительные резервы, которые банки разных штатов могли использовать для выдачи кредитов, тем самым увеличивая денежную массу. При этом банк мог выкупать банкноты штатов за золото или серебро, тем самым сокращая банковские резервы, которые штаты могли использовать для кредитования, и уменьшая предложение денег.

и продемонстрирует ему экономическую значимость банка. Биддл заявил: «Этот достойный президент считает, что если он скальпировал индейцев и сажал в тюрьмы судей, то может делать с банком что угодно. Он ошибается» [36]. Джексон же, и сам политик не из трусливых, писал будущему президенту США Мартину ван Бюрену: «Господин ван Бюрен, банк пытается убить меня, но я убью его». И в конце концов Джексон победил — лицензию Второму банку не продлили. США оставались без какого-либо подобия центрального банка вплоть до начала XX века [37].

### **Дикий Запад: грабежи не были самой большой проблемой банков**

В результате победы Джексона ответственность за лицензирование банков легла на штаты — чем они и занялись весьма активно. Банки штатов эмитировали частные бумажные деньги, обеспечиваемые золотом и серебром, что довольно сильно напоминало сертификаты гипотетического банка риса, о которых мы говорили ранее. Но, как и в случае с банком риса, далеко не всегда все заканчивалось благополучно. Качество банков и, следовательно, эмитированных ими банкнот было чрезвычайно разношерстным. Пока экономическая ситуация благоприятствовала, банкиры и заемщики безудержно плясали под развеселую музыку. В 1830 году в стране работало 329 банков, которые напечатали 61 миллион долларов. Всего семь лет спустя, вскоре после закрытия Второго банка, насчитывалось уже 788 банков со 149 миллионами долларов в обращении [38]. (Поскольку я написал книгу о статистике\*, проведу для вас кое-какие расчеты. Менее чем за десятилетие количество как банков, так и долларов в обращении выросло примерно на 140%.) Центрального банка, который мог бы вовремя унести с вышедшей из-под контроля кредитной вечеринки чашу с пуншем, в стране не было. В конечном счете кредитный запой Америки серьезно обеспокоил британцев, которые все же включили свет и разогнали не на шутку разошедшихся гостей. Английские кредиторы резко сократили поток кредитования через Атлантику. Эта мера, усугубленная другими факторами, породила финансовую панику 1837 года [39]. Народ бросился менять банкноты на золото, опасаясь, что те полностью потеряют стоимость, что послужило предвестником массовых банкротств банков и экономической депрессии, которая

---

\* Если вам интересно, речь идет о книге «Голая статистика», которую New York Times назвала «живой и легко читаемой».

продлилась по меньшей мере четыре года [40]. Экономические данные того периода неточные, а вот медицинские архивы рисуют поистине удручающую картину того, насколько скверно обстояли тогда дела. Достаточно сказать, что рост детей, рожденных в Америке в начале 1840-х годов, в среднем был почти на пять сантиметров меньше, чем детей, родившихся в предыдущее десятилетие [41].

Экономический бум, затем крах — и опять все сначала. Можете назвать меня ленивым историком, но эти слова в значительной степени характеризуют всю вторую половину XIX века. В 1848 году на лесопилке Саттера в Калифорнии было обнаружено золото, что привело к десятилетию стремительного роста денежной массы и экономики. Это был, по словам историка экономики Глина Дэвиса, «один из ярчайших в истории примеров стимулирующей мощи высококачественных денег» [42]. Но увы, и эта вечеринка не задалась. Очередная банковская паника, произошедшая осенью 1857 года, привела к банкротству более пяти тысяч компаний в течение следующего года [43]. К этому моменту появилась одна хорошая новость и одна плохая. Хорошая гласила, что кризис, несмотря на всю его серьезность, оказался недолгим. *Economist* писал: «Никогда еще не было более серьезного кризиса, как никогда не было и кризиса, после которого экономика восстановилась так быстро» [44]. Плохая новость заключалась в том, что все это происходило в преддверии Гражданской войны.

## **Гражданская война (прочтите этот раздел, даже если знаете, кто победил)**

Мы знаем, кто заварил эту кашу: Юг. Под «кашей» я имею в виду неизбежное включение печатного станка и инфляцию. Экономика Конфедерации была слаба, и власти, чтобы оплачивать огромные военные расходы, практически сразу прибегли к эмиссии денег. В период между 1861 и 1865 годами уровень цен на Юге вырос почти в тридцать раз [45]. Соединенным Штатам Америки какое-то время удавалось не включать печатный станок за счет повышения налогов и заимствования, но в конце концов эта тактика себя исчерпала. В 1862 году министр финансов Салмон Чейз предложил выпустить казначейские облигации, которые объявлялись бы законным платежным средством, но не подлежали погашению золотом или серебром. Сенатор Массачусетса Чарльз Самнер кратко выразил скептицизм Конгресса по отношению к этой схеме следующими словами: «Конечно, мы все должны

решительно выступить против печати бумажных денег». Но даже Самнер признал остроту ситуации, сказав Сенату: «Но ведь солдатам на полях сражений надо платить, и их надо кормить... Так что неохотно, с тяжелым сердцем, я даю свое согласие» [46].

И Штаты принялись штамповать «гринбеки» — так прозвали эти казначейские билеты за зеленую оборотную сторону и за то, что они были неразмненны на золото или серебро. По сравнению с сильнейшей инфляцией на Юге новая валюта северян выполняла свою задачу достаточно хорошо и действительно помогла им укрепить свое экономическое преимущество. Как утверждает историк Генри Брэндс, «доллар США предопределил победу северян в Гражданской войне и ускорил промышленную революцию в Америке» [47]. Так, в самый разгар Гражданской войны Север создал первые успешные фидуциарные деньги без внутренней стоимости, за исключением того факта, что правительство объявило их ее имеющими.

К концу Гражданской войны американская национальная валюта представляла собой жуткую мешанину из гринбеков и других бумажных денег, эмитированных банками с лицензиями разных штатов. Прежде чем принять в качестве оплаты какую-либо банкноту, следовало убедиться, что выпустивший ее банк действительно существует и жизнеспособен, что она не поддельная и при желании ее можно обменять на золото или серебро. Ситуация усложнялась по мере увеличения географических расстояний, разделявших участвовавшие в коммерческих сделках стороны [48]. Торговец из Нью-Йорка, отправившись в Нью-Гемпшир с пятидолларовой купюрой местного банка, мог найти того, кто согласится ее принять, но, как правило, со скидкой в пять долларов от номинальной стоимости. Любопытно, что некоторые фальшивые банкноты, выпущенные крупными авторитетными банками, ценились выше подлинных купюр, эмитированных менее известными банковскими учреждениями.

### **Национальная валюта: как выглядит купюра в 1000 албанских леков?**

Представьте, каково было бы вести бизнес сегодня, если бы ваши клиенты расплачивались деньгами, эмитированными в любой стране мира. Вам не только пришлось бы научиться по внешнему виду узнавать, например, 1000 албанских леков, но еще и отличать настоящую купюру от подделки. Впрочем, этот пример не отражает всей каверзости ситуации,



сложившейся в Америке в 1860-е годы. Тогда в стране было больше лицензированных штатами банков, выпускавших бумажные деньги, чем сегодня в мире стран, эмитирующих собственную валюту. Издавались даже специальные каталоги с описанием различных купюр, чтобы помочь людям и компаниям отличать банкноты, которые можно принимать, от тех, которые следует вернуть владельцу [49]. В итоге для наведения порядка в этом денежном хаосе Конгресс принял национальные Законы о национальных банках и денежном обращении 1863 и 1864 годов [50]. Так была создана законодательная база для лицензирования и регулирования национальных банков. Для получения федеральной лицензии банку требовалось приобрести казначейские облигации и держать их на счете недавно созданного Управления контролера денежного обращения Министерства финансов (оно отвечало за анализ состояния и регулирование деятельности банков с федеральной лицензией). В обмен на этот залог правительство предоставляло банкам соответствующее количество национальных банкнот. Эти банкноты имели унифицированный внешний вид и отличались друг от друга только названием банка-эмитента. Все национальные банки должны были принимать банкноты других национальных банков по номинальной стоимости (без дисконтирования), но только банк-эмитент обязывался обменивать свои бумажные деньги на золото или серебро. Если у банка-эмитента не хватало для этого драгоценных металлов, государство продавало его казначейские облигации, чтобы погасить задолженность перед держателями долговых обязательств [51]. Такая структура обеспечивала общество единой валютой и в то же время укрепляла доверие людей к банкам и их банкнотам\*. Одновременно Конгресс обложил все банкноты штатов 10-процентным налогом, что постепенно окончательно вытеснило их с рынка. Лицензированные штатами банки остались в бизнесе, но только как банки, а не эмитенты валюты. Так было положено начало системе двойного подчинения американских банков (банки, имеющие лицензии штатов, и банки федерального лицензирования), используемой

---

\* На финальном этапе Гражданской войны эта структура обеспечила северянам еще одно вспомогательное преимущество. Требование, согласно которому национальные банки должны были покупать казначейские облигации и хранить их на счетах контролера, создало большой рынок для этих ценных бумаг и, следовательно, упростило и удешевило северянам задачу сбора средств на войну.

по сей день [52]. Уточню очевидное: банки с федеральными лицензиями лицензируются государством, а с лицензиями штатов — штатами.

Однако даже получив преимущество более унифицированной национальной валюты, банковская система США по-прежнему оставалась нестабильной по целому ряду причин, уже рассмотренных нами в предыдущих главах. Например, не существовало никакого механизма, предотвращавшего массовое изъятие вкладчиками средств из банков. Государство не имело рычагов для смягчения экономических подъемов и спадов, которые нередко обуславливали чередование маний и паник [53]. Но самой взрывоопасной политической проблемой была роль серебра и золота — или, точнее говоря, отсутствие у серебра какой-либо роли [54]. Приняв в 1873 году Закон о чеканке монет, Конгресс положил конец неограниченной чеканке монет из этого металла и, по сути, перевел США на золотой стандарт [55]. На протяжении следующих двадцати лет производители серебра и их политические союзники твердили, что золота недостаточно для удовлетворения потребностей нации в деньгах, и по большей части проигрывали борьбу. Однако в 1893 году страна погрузилась в очередной глубокий экономический кризис. После резкого падения цен на сельскохозяйственную продукцию «просеребряные» настроения охватили всю страну, и кульминацией этого процесса стал последний и наилучший шанс для сторонников серебра добиться возврата страны к системе биметаллизма: Уильям Дженнингс Брайан выставил свою кандидатуру на президентских выборах 1896 года [56].

Брайан, бывший конгрессмен-демократ от Небраски, построил всю свою предвыборную кампанию на одном-единственном лозунге: свободная чеканка серебра в соотношении 16 к 1. Как отмечалось ранее, свободная чеканка означала, что Монетный двор США будет принимать серебро в слитках и выдавать взамен серебряные монеты. А соотношение 16 к 1 говорило о намерении Брайана установить именно такую стоимость серебра по сравнению с золотом: 16 унций серебра за 1 унцию золота. Это соотношение базировалось на относительных рыночных ценах на эти два металла в 1830-х годах — но на дворе-то были уже далеко не 1830-е. С тех пор стоимость серебра существенно снизилась. В действительности по рыночным ценам унция золота в 1896 году стоила примерно 32 унции серебра, то есть вдвое больше, чем предлагал Брайан [57]. Весь смысл предложения Брайана заключался в том, чтобы раздуть стоимость серебра по отношению к золоту.

Если бы один человек принес на монетный двор 32 унции серебра, а другой — 1 унцию золота, то первый получил бы в два раза больше долларовых монет. (Понятно, что если парень с унцией золота не совсем дурак, он бы сначала обменял свое золото на серебро, а затем понес бы его на монетный двор, где получил бы в два раза больше долларов, чем за золото.) Как бы там ни было, Брайан свято верил, что свободная чеканка серебра спровоцирует массовую сдачу людьми этого металла на монетный двор, вследствие чего денежная масса в стране увеличится и начнется инфляция, которая сыграет на руку фермерам-должникам и в целом стимулирует более быстрый экономический рост.

Будучи прирожденным оратором, Брайан быстро превратился в истинного героя популистов. Его речь на общенациональном съезде Демократической партии 1896 года, процитированная в начале главы, до сих пор считается одной из величайших политических речей. Идеи Брайана были чрезвычайно привлекательны для фермеров и других сельских избирателей, многие из которых имели огромные задолженности. Будущим соперником Брайана на всеобщих выборах был республиканец Уильям Мак-Кинли, который пользовался поддержкой банкиров и других элит с Востока. (Понятно, что инфляция — лучший друг должников и истинный враг банкиров.) Не чурался Брайан и того, что сегодня назвали бы классовой борьбой. Сохранилась аудиозапись вдохновенной речи Брайана на съезде Демократической партии, когда он буквально стенает: «Сожгите ваши города и оставьте наши фермы — и ваши города будут возникать снова и снова, как по мановению волшебной палочки. Но уничтожьте наши фермы — и улицы всех городов в этой стране зарастут травой» [58]\*. А в драматическом финале выступления оратор в очередной раз нападает на золотой стандарт: «Вы не должны силой возлагать на чело труда этот терновый венец. Вы не должны распинать человечество на золотом кресте». На этих словах Брайан раскинул руки в стороны, имитируя распятие, после чего покинул сцену [59].

Но, несмотря на все усилия, Уильям Дженнингс Брайан проиграл. В сочетании с рядом открытий крупных месторождений золота в конце 1890-х годов, резко увеличивших предложение денег и способствовавших мощному

---

\* Позже, 3 июля 1923 года, Брайан записал эту речь на пленку в студии Gennett Studios. При желании можете прослушать ее на сайте Authentic History Center по адресу: [//www.authentichistory.com/1865-1897/4-1896election/19230703\\_Cross\\_of\\_Gold\\_Speech\\_Recording-WBJ.html](http://www.authentichistory.com/1865-1897/4-1896election/19230703_Cross_of_Gold_Speech_Recording-WBJ.html).

развитию экономики, выборы 1896 года положили конец политическим дебатам на тему биметаллизма [60]. Четыре года спустя президент Мак-Кинли подписал Закон о золотом стандарте 1900 года, который де-факто сделал золотой стандарт официальным стандартом Америки и зафиксировал стоимость доллара на уровне 25,8 грана золота, или 20,67 доллара за тройскую унцию [61].

### **Создание Федеральной резервной системы: вот тебе, Эндрю Джексон!**

В 1907 году в США разразился очередной банковский кризис. (Нет-нет, вы этот раздел еще не читали, просто они постоянно происходят.) По разным причинам народ утратил доверие к нескольким банкам Нью-Йорка, и их клиенты массово бросились снимать со счетов деньги [62]. Чтобы поддерживать порядок в банке Манхэттена Knickerbocker Trust, пришлось даже пригласить полицию. New York Times писала: «Едва из банка выходил один вкладчик, его место занимали еще десять, которые требовали отдать им их деньги» [63]. Паника быстро охватила весь город, и банкиры поняли, что спасти их может только один человек — Джей Пи Морган. Центрального банка в стране не было, зато был Морган, титан мира финансов и промышленности. Ему и предстояло сыграть роль кредитора последней инстанции. Морган собрал влиятельную группу банкиров у себя дома и, чтобы поддержать банки, пообещал отдать огромную сумму собственных денег, а также уговорил сделать то же самое присутствующих. В книге «Паника 1907 года» Роберт Брунер и Шон Карр описывают такую сцену: «[Морган] просто сказал им, что если они не найдут 25 миллионов долларов в течение следующих 10–12 минут, то обанкротятся не менее пятидесяти банков Фондовой биржи». И банкиры собрали достаточно средств, чтобы удержать банковскую систему на плаву.

Морган совладал не только с собратьями-банкирами, но и со всеобщей паникой. Он отправил одну группу своих юристов в СМИ, чтобы те рассказали людям о финансовых деталях принимаемых мер по спасению банков, а другую — к священникам, чтобы уговорить их подтвердить хорошее состояние банковской системы на предстоящей воскресной проповеди [64] (Помните: если людей убедить в том, что паника прекратилась, она прекратится.)

Кризис был предотвращен, но исключительно благодаря вмешательству двух богатейших людей страны. Джон Рокфеллер также выделил крупную

сумму. В один момент, чтобы обеспечить выплаты американским вкладчикам, он отдал в залог половину своего богатства [65]. В ходе всех этих событий в профессиональном сообществе уверенно формировался консенсус по поводу необходимости учредить в стране центральный банк, как это сделала Англия еще в 1694 году и Франция в 1800-м [66]. В 1913 году после длительного исследования предмета Конгресс и президент Вудро Вильсон приняли Закон о Федеральном резерве, согласно которому в качестве центрального банка страны создавалась Федеральная резервная система. Как уже отмечалось в главе 5, из-за сильной оппозиции, выступающей против централизованной власти, которая ранее обрекла на гибель Первый и Второй банки Соединенных Штатов Америки, структура ФРС носит децентрализованный характер. Она состоит из двенадцати региональных банков, разбросанных по всей стране, с центральным органом в Вашингтоне, обеспечивающим надзор и координацию [67]. Данным законом учреждались также банкноты Федерального резервного банка, которые приобретали статус законного платежного средства, по требованию конвертируемого в золото [68]. Эти бумажные деньги лежат в наших кошельках и сегодня (хотя больше и не подлежат обмену на золото).

Явная роль ФРС заключалась в содействии финансовой стабильности и предотвращении хронических банковских паник [69]. ФРС становилась кредитором последней инстанции, который обязан был обеспечивать временным кредитованием любой жизнеспособный банк, столкнувшийся с массовым уходом вкладчиков. Другие обязанности ФРС появились со временем. Как отмечает бывший вице-председатель Совета управляющих ФРС Роджер Фергюсон, «изначально Закон о Федеральном резерве не содержал практически никаких явных целей системы» [70]\*. Первым серьезным испытанием для ФРС стал крах фондового рынка 1929 года и сопутствующие ему экономические проблемы. И надо признать, ФРС этот экзамен с треском провалила [71]. В следующей главе этот провал описывается в мельчайших

---

\* Право устанавливать процентные ставки независимо от Министерства финансов ФРС предоставили только в 1951 году. В 1977 году Конгресс внес поправки в Закон о Федеральном резерве, сформулировав четкие цели ФРС: «Обеспечивать максимальную занятость населения, ценовую стабильность и умеренные долгосрочные процентные ставки». Теперь это известно, как двойной мандат, несмотря на то что в формулировке определены не две, а три цели. См. [https://www.richmondfed.org/publications/research/special\\_reports/treasury\\_fed\\_accord/background/](https://www.richmondfed.org/publications/research/special_reports/treasury_fed_accord/background/); и Ferguson, The Evolution of Central Banking in the United States.

деталей, поэтому пока пропустим депрессию и Вторую мировую войну. Скажу только, что в 1930-х годах в стране обанкротилось почти 10 тысяч банков [72]. Историк экономики Глин Дэвис высказался по этому поводу так: «ФРС, которая создавалась ради обеспечения страны эластичными деньгами, попросту задушила своего пациента» [73].

### **Бреттон-Вудс: больше чем просто живописное место для отпуска**

Отель Mount Washington уютно пристроился у подножия горы Вашингтон, самого высокого пика на северо-востоке, в городе Бреттон-Вудс. Это отличный лыжный курорт, особенно для спусков по пересеченной местности, и прекрасное место для летнего и осеннего отдыха.

Фанатики экономики могут также посетить комнату в гостинице, где было подписано Бреттон-Вудское соглашение — международный договор, определивший архитектуру международной финансовой системы в послевоенный период. Летом 1944 года представители 44 стран собрались в Бреттон-Вудсе, чтобы создать систему, которая защищала бы мир от финансовых проблем и передряг, потрясавших его в 1930-е годы. Система, созданная в ходе конференции, базировалась главным образом на идеях двух человек: британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса и Гарри Декстера Уайта, экономиста Министерства финансов США [74]. (К слову сказать, ближе к концу переговоров Кейнс пережил небольшой сердечный приступ [75].) Было ясно, что США выходят из Второй мировой войны в статусе доминирующей военной и экономической державы Запада, оттеснив Англию на задний план в обеих ролях. Разработанная в итоге система отражала превосходство Америки: все основные мировые валюты привязывались к доллару с использованием золотого стандарта США. Генри Брэндс выдвинул такую гипотезу: «Возможно, инфаркт Кейнса был тогда спровоцирован вовсе не жестким графиком переговоров, а пониманием того, что Бреттон-Вудское соглашение окончательно затмило Великобританию и фунт стерлингов Америкой и ее долларом» [76].

США подтвердили прежнюю стоимость доллара, привязав его к золоту по курсу 35 долларов за унцию (по цене, установленной Рузвельтом десять лет назад), и пообещали, что любая страна сможет обменять доллары на золото по этому курсу. Это был «якорь» системы — стоимость всех остальных валют, участвовавших в соглашении, с тех пор определялась в долларах.

Страны обязались придерживаться установленной привязки — обменного курса — с возможностью отклонения в небольшом диапазоне [77]. Например, если фунт стерлингов дорожал (его стоимость повышалась) по отношению к доллару до такой степени, что курс грозил выйти из указанного диапазона, Банк Англии должен был продать фунты на международном рынке и купить доллары, тем самым снизив стоимость фунта стерлингов по отношению к доллару. В результате этих мер две валюты вновь возвращались к фиксированному уровню. Чтобы укрепить систему, делегаты учредили Международный валютный фонд — международную организацию, которая будет одалживать деньги странам, у которых возникнут трудности с сохранением привязки [78].

Бреттон-Вудское соглашение узаконило курс доллара как резервную мировую валюту — по сути, новое золото. Центральные банки других стран мира обязывались иметь в запасе доллары на случай стабилизации валютных курсов и оплаты международных долгов. Однако, в отличие от золота, американское правительство могло печатать доллары — в неограниченном количестве и при относительно небольших затратах. Даже после того как Бреттон-Вудское соглашение было расторгнуто, доллар сохранил международное господство. Позже, в 1960-е годы, министр финансов Франции описал это одностороннее соглашение, как «непомерную привилегию» доллара. Как объясняет Барри Эйхенгрин в своей весьма удачно озаглавленной книге «Непомерная привилегия»\*, «на печать стодолларовой купюры Бюро по выпуску денежных знаков и ценных бумаг США тратит всего несколько центов, а другим странам, чтобы получить такую банкноту, приходится выкладывать реальные товары на 100 долларов» [79].

Назначив доллар на роль мировой резервной валюты, Бреттон-Вудское соглашение официально закрепило экономическое господство Америки в послевоенном мире. Эта новая денежная система в сочетании с расходами в рамках плана Маршалла (американская программа восстановления Европы после Второй мировой войны) в 1950–1960-е годы в значительной мере способствовала быстрому экономическому росту как США, так и других стран мира. Япония и Германия — две сильнее остальных пострадавшие в результате войны страны — постепенно крепили, становясь мощными экономическими державами [80]. Однако к 1965 году гегемония доллара

---

\* Эйхенгрин Б. Непомерная привилегия. Взлет и падение доллара. Изд-во Института Гайдара, 2013. *Прим. ред.*

стала объектом яростных нападок. Тогдашний президент Франции Шарль де Голль объявил, что французы намерены потребовать возврата золота на сумму в 400 миллионов долларов, находящегося в хранилищах Федерального резервного банка Нью-Йорка [81]. Де Голль также отметил, что «американский империализм... принимает совершенно разные формы, но самой коварной является доллар» [82]. Высказывания де Голя привлекли внимание Америки к весьма тревожному факту: если центральные банки всего мира вдруг потребуют обменять их долларовые резервы на золото, ей, конечно же, не хватит драгметалла для удовлетворения всех требований [83]. А это вновь возвращало мир к проблеме массового изъятия вкладов из банков — с той лишь разницей, что центром международной финансовой системы теперь были бумажные деньги.

До 1969 года, когда пост президента США занял Ричард Никсон, ситуация постоянно ухудшалась. Америка импортировала гораздо больше, чем экспортировала, и дефицит платежного баланса быстро истощал запасы золота в хранилищах ФРС [84]. А страны, продавая США больше, чем покупали, накапливали доллары, которые в любой момент могли предъявить к оплате золотом. Министр финансов времен правления Никсона Джон Коннолли красноречиво описал, как воспринимали эту усугубляющуюся проблему в администрации президента: «Иностранцы собираются нас одурачить. Наша задача — одурачить их первыми» [85]. В августе 1971 года Никсон преуспел в выполнении этого плана. В пятницу, 13-го, Никсон отправился в загородную резиденцию в Кэмп-Дэвиде с группой лучших экономических советников. В те исторические выходные было принято решение закрыть «золотое окно», из чего следовало, что другие страны больше не смогут обменять доллары на золото. В воскресенье вечером Никсон обратился к нации (и ко всему миру) с заявлением о том, что отныне доллар не привязан к золоту. Он также объявил о введении государственного регулирования в области заработной платы и цен — тщетная попытка справиться с ростом инфляции в стране [86]. В 1933 году Франклин Рузвельт аннулировал право граждан Америки обменивать доллары на золото, теперь же этого права лишались и центральные банки других стран [87]. В течение двух последующих лет основные финансовые державы мира изо всех сил пытались спасти Бреттон-Вудскую систему, но время было упущено [88]. Мировые валюты больше не привязывались ни к какому сырьевому товару.



## **Стагфляция: и еда здесь ужасная, и порции слишком маленькие**

В 1970-е годы мы столкнулись сразу с несколькими историческими аномалиями: диско, спортивные костюмы, плохие волосы и стагфляция. Лично я испытываю особо сильные негативные чувства к первым трем, а все потому, что в средней школе меня насильно заставляли ходить на уроки танцев, где я был вынужден выделять коленца под фонограмму из фильма «Лихорадка субботнего вечера», но мы с вами обсудим стагфляцию — причудливую комбинацию острой инфляции и высокого уровня безработицы. Как я до сих пор пытался объяснить, высокий уровень инфляции и высокий уровень безработицы не должны сосуществовать в нормальных условиях. Инфляция, как правило, начинается, когда экономика наталкивается на собственное скоростное ограничение: компании повышают цены, если спрос на их товары превышает предложение, что обычно происходит, когда большинство граждан получают зарплату. А заработная плата начинает расти, когда для экономики характерна практически полная занятость населения: тогда компаниям для привлечения новых работников приходится повышать зарплату.

При высоком же уровне безработицы цены и заработная плата обычно падают или по крайней мере не растут. Универмаг с большими запасами нереализованных товаров вряд ли станет повышать цены. Перефразируя Вуди Аллена, безработица и инфляция — это как маленькие порции и скверные блюда: как правило, проблемой является только одно из двух. Но не в ситуации, сложившейся в 1970-х.

Экономисты до сих пор не могут понять, что же именно тогда пошло не так. Как в случае со спортивными костюмами и диско, мы, скорее всего, никогда не узнаем, кого в этом винить. И все же у нас есть веский аргумент, что ФРС неправильно управляла денежной массой, чересчур долго удерживая процентные ставки на чрезмерно низком уровне. Аллан Мельцер, экономист Университета Карнеги — Меллона и автор всеобъемлющей истории ФРС, критиковал деятельность системы в 1970-х за то, что она работала только на двух скоростях: слишком быстро либо слишком медленно [89]. Ситуация усугублялась популярностью теории, которую поддерживали многие макроэкономисты того времени. Ее суть состояла в том, что более высокая инфляция ведет к более низкому уровню долгосрочной безработицы — так называемая кривая Филлипса (названная в честь экономиста

Уильяма Филлипса, уроженца Новой Зеландии, который первым вывел это соотношение). При таком подходе для снижения уровня безработицы *необходимо* повышение уровня инфляции. Впоследствии эта теория была полностью опровергнута. (Милтон Фридман прозорливо выступал против нее еще в 1960-е [90].) Но большинство экономистов по-прежнему считают, что кривая Филлипса применима в краткосрочной перспективе, если инфляция возникает неожиданно. Потребители заблуждаются, полагая, что становятся богаче, поэтому больше тратят. Фирмы реагируют на более высокие расходы потребителей увеличением объемов производства. Помните фирму Берта Big Beef из главы 2? Постепенно этот эффект ослабевает, так как и потребители и компании со временем понимают, что хотя у них стало больше денег, цены тоже выросли примерно на ту же сумму. Как объяснил Бен Бернанке: «Аналогией может послужить шоколадный батончик: вы съедаете шоколадку, и в краткосрочной перспективе это дает вам прилив энергии, но со временем вы от этого просто толстеете» [91].

Кредитно-денежную политику осложняло также нефтяное эмбарго, введенное ОПЕК (Организацией стран — экспортеров нефти) в отношении США в 1973 году в знак протеста против американской политики на Ближнем Востоке. Цены на нефть выросли в четыре раза, приведя к явлению, которое экономисты называют «шоком предложения», то есть к нарушению функционирования экономики, одновременно провоцирующему повышение цен и снижение объемов производства. В 1970-е экономист Артур Оукен разработал так называемый индекс мучений, объединивший показатели инфляции и безработицы. Так вот, в годы президентства Джимми Картера средний индекс мучений превышал 16% — это самый высокий показатель среди всех президентов США за послевоенный период. К концу срока правления Картера, в 1980 году, индекс достиг почти 20%. Это в значительной мере объясняет, почему Картера не переизбрали на второй срок [92].

Впоследствии экономисты Алекс Никольско-Ржевский и Дэвид Папелл заново проанализировали данные за тот период, учтя логичные прикидки относительно скоростного ограничения экономики с точки зрения полной занятости. И в итоге пришли к выводу, что если ФРС нацеливалась на 2-процентную инфляцию, то ставка по федеральным кредитным средствам (целевая краткосрочная процентная ставка ФРС) была слишком низкой [93]. Тем временем люди начали воспринимать рост цен, как суровую реальность, не зависящую от состояния экономики, что позволяло компаниям

поднимать их без привязки к реальной экономической ситуации в стране и, следовательно, существенно усложняло ФРС задачу борьбы с инфляцией. Аллан Мельцер утверждает, что в какой-то момент этой борьбы ФРС просто пала духом. Он пишет: «Когда их антиинфляционные меры приводили к повышению уровня безработицы до 6,5–7%, они забывали о своих обещаниях и вновь начинали увеличивать денежную массу и снижать процентные ставки» [94]. А, как мы уже говорили, чем глубже инфляционные ожидания проникают в общественное сознание, тем болезненнее меры, призванные остановить этот процесс. Как отмечает Бен Бернанке, «свободная монетарная политика усугублялась другими политическими ошибками». Правительство испытывало дефицит по оплате расходов как на войну во Вьетнаме («пушки»), так и на социальные нужды («масло»), что еще сильнее снижало спрос. Помните наше метафорическое представление экономической модели в виде учебного автомобиля, оснащенного сразу двумя комплектами педалей, где один предназначен для управления кредитно-денежной политикой, а второй — бюджетной? К началу 1970-х годов и ФРС и Конгресс выжимали педаль в пол. А затем, когда экономика превысила скоростной предел, администрация Никсона попыталась бороться с инфляцией путем введения государственного регулирования заработной платы и цен. Милтон Фридман сравнил такую политику с попыткой починить перегревшуюся печь, разбив термостат. Цены на какое-то время искусственно снизились, а потом политика дала сбой, и «цены взмыли вверх, словно отпущенная пружина», как описал Бен Бернанке. В сочетании с неудачно совпавшим с этими событиями нефтяным эмбарго ОПЕК гремучая смесь ошибочных политических мер и решений привела к, казалось бы, неразрешимой экономической проблеме [95].

Возможно, она и вправду стала бы таковой, если бы в августе 1979 года главой Федеральной резервной системы назначили не Пола Волкера, а кого-то другого. Волкер (яростный борец с инфляцией) взялся за дело, исполненный решимости положить конец обесцениванию денег. Мужество, проявленное им в этой битве, подробно описано в главе 5. Через три месяца после назначения Волкера Комитет по операциям на открытом рынке ФРС (также возглавляемый Волкером) резко повысил процентные ставки. Волкер знал, что для того чтобы избавить страну от инфляционных ожиданий, требуется долгосрочное сокращение денежной массы — невзирая на неизбежные краткосрочные экономические издержки этой меры. Глава ФРС тут же

подвергся жестокой критике со стороны широкой общественности и политиков в связи с ростом безработицы, которая превысила 10-процентный уровень. Но упорство Волкера принесло нужные плоды: инфляция снизилась с 12% в 1980 году до 3% к середине 1983-го [96]. В 1987 году Волкер ушел в отставку, и его сменил Алан Гринспен, который управлял ФРС до 2006 года.

### **Великое успокоение: спасибо тебе, Человек — борец с инфляцией**

К 1980-м диско, спортивные костюмы и хроническая инфляция, на наше счастье, практически канули в Лету. Последующие два десятилетия стали уникальным периодом долгосрочного низкого уровня инфляции и слабого колебания показателя роста ВВП. Даже бедствия вроде краха фондового рынка 1987 года, первой войны в Персидском заливе и пузырей доткомов вызвали лишь незначительную рябь на поверхности безмятежной экономики. Правда, у нас есть основания полагать, что тогдашний глава ФРС Гринспен слишком долго удерживал процентные ставки на чрезмерно низком уровне, что спровоцировало надувание пузыря на рынке недвижимости, который, в свою очередь, стал предвестником финансового кризиса 2008 года. Эту тему мы обсудим в следующей главе. Сейчас же важно отметить, что 25-летний период с 1983 по 2008 год был единственным в своем роде за всю американскую историю. Как сказал Бен Бернанке, «одним из главных достижений Гринспена за все время пребывания на посту главы ФРС является обеспечение относительной экономической стабильности... Улучшения в этом плане были настолько существенными, что данный период вошел в историю как Великое успокоение — в отличие от Великой стагфляции 1970-х или Великой депрессии 1930-х. Это Великое успокоение было реальным и поистине поразительным явлением» [97].

Но на международной арене все обстояло не столь радужно. Коллапс Бреттон-Вудской системы заставил основные мировые экономические державы принимать экстренные меры для координации обменных курсов и глобальных потоков капитала. Однако даже успешные усилия в этом направлении, такие как соглашение «Плаза», носили ситуативный, а не системный характер. Как мы рассказывали в главе 6, в 1985 году ведущие державы мира встретились в Нью-Йорке, чтобы скоординировать политику и в итоге обесценить доллар. (Основным торговым партнером Америки настойчиво советовали способствовать ослаблению доллара — что было на руку прежде

всего американским экспортом, — потому что торговый дефицит США вырос настолько сильно, что начал восприниматься как угроза глобальной стабильности.) За следующие два года стоимость американской валюты упала на 40% — фактически чрезмерно. И в 1987 году те же игроки вновь встретились в Париже (и заключили так называемое Луврское соглашение), чтобы стабилизировать доллар. Тем и ограничились. Мир и по сей день живет без какого-либо формального процесса или института, который координировал бы экономическую политику разных стран таким образом, чтобы стабилизировать глобальную экономическую систему и обеспечить процветание всех и каждого.

## **2008 год: все было плохо. Очень плохо. Хуже, чем вы думаете**

Конец периода Великого успокоения оказался вовсе не спокойным. В начале 2000-х годов рынок недвижимости был, как любят говорить экономисты, «вспененным». Цены неуклонно росли, и на этот рынок выходило все больше и больше людей. А банки охотно одалживали им средства. Безработный? Нет активов? Без проблем. Расскажу короткую историю из собственной жизни: в 2005 году кандидатуру моего пса Бастера, симпатичного, но во всем остальном в общем-то совершенно заурядного лабрадора-ретривера, предварительно одобрили как кандидата на получение карты Visa. Вероятно, при желании он смог бы получить и разрешение на ипотеку. А почему бы и нет? Цены на жилье росли так бодро, что Бастер, возникни у него проблемы с платежами, вполне мог бы выгодно продать свою отличную конуру. И практически никто — ни кредиторы, ни заемщики — не задумывался о том, что произойдет, если цены на недвижимость перестанут расти, не говоря уже о том, что они могут начать снижаться.

Теперь-то мы знаем, чем это заканчивается.

В следующей главе я представлю вам более вопиющие подробности, в том числе расскажу о различиях между реакциями на кризисы 1929 и 2008 годов. А сейчас позвольте предложить любопытные сведения о том, насколько плохо все могло закончиться в 2008 году. Бывший сенатор от штата Нью-Гемпшир Джадд Грегг, главный человек по вопросам бюджета и финансов в Республиканской партии, вспоминает, как вскоре после краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года его срочно вызвали в Капитолий с важного приема. Администрация Буша пыталась тогда обеспечить правовую защиту

финансовой системы. Эти попытки в конечном счете воплотились в Программу по спасению проблемных активов (Troubled Asset Relief Program — TARP). Так вот, Грегг вспоминает:

Мне позвонили около девяти часов вечера из офиса Митча Макконнелла, который попросил меня помочь скоординировать усилия республиканцев Сената, направленные на выход из финансового кризиса. Митч сказал, что я должен приехать в Капитолий немедленно, и спросил, могу ли я быть там через пятнадцать-двадцать минут. Я заверил, что да. Приехав в Капитолий, я прошел в комнату S-219, которая находится недалеко от зала заседаний Сената. Там уже находились Крис Додд, Чак Шумер и Кент Конрад. От банковского комитета Палаты представителей были Барни Фрэнк и Спенсер Бахус.

Затем в комнату вошел Гарри Рид, и, кажется, вместе с ним пришел Митч. Гарри сказал: «Минут через десять придут глава ФРС Бернанке и министр финансов Полсон. Я хочу, чтобы вы их внимательно выслушали. То, что они скажут, чрезвычайно важно». После этих слов Рид и Митч удалились.

Минут через пять пришли Бен Бернанке и Генри Полсон с еще несколькими сотрудниками, их было немного. Все расселись, и глава ФРС без вступительных слов сказал: «Если Полсон не получит то, о чем просит, и если он не получит этого в течение следующих 72 часов, всю банковскую систему США ждет крах, и это повлечет за собой крах всей мировой банковской системы» [98].

Со временем станет очевидно, что люди, принимавшие политические решения в экономике 1920-х — начала 1930-х годов, довольно сильно похожи на врачей XVIII века, которые лечили Моцарта ртутью. Мало того что они совершенно некомпетентны в вопросах лечения экономических болезней, они еще и угробили пациента [1].

*Питер Темин, историк экономики*

Некоторой компенсацией за огромную трагедию Великой депрессии можно считать то, что благодаря ей мы выучили несколько ценных уроков, касающихся работы центрального банка. Будет очень обидно, если мы их забудем [2].

*Бен Бернанке\**

Летом 2007 года два хедж-фонда Bear Stearns, одного из крупнейших инвестиционных банков и игроков на финансовых рынках мира, объявили о банкротстве. Оба характеризовались высокой долей заемных средств и значительной фактической задолженностью по операциям с недвижимостью. А потом цены на недвижимость начали падать, так что было не удивительно, что у некоторых хедж-фондов, владевших самыми экзотическими ценными бумагами с ипотечным покрытием\*\*, начались проблемы. Но новость

---

\* Эти слова были сказаны за шесть лет до начала финансового кризиса 2008 года.

\*\* Ценные бумаги с ипотечным покрытием представляют собой актив, обеспечиваемый пулом ипотек. Например, инвестиционный банк может выкупить множество тысячных ипотечных кредитов, у выдавших их банков, объединить их в одну ценную бумагу, а затем продать ее инвестору, заработав на этом комиссионные. Далее инвестор, который владеет такой бумагой, принимает платежи по вошедшим в ее состав ипотечным кредитам; понятно, что он наследует также риск пропущенных

о хедж-фондах Bear Stearns быстро затерялась в какофонии других, не менее скверных историй. Сейчас, оглядываясь назад, конечно, понятно, что это было началом конца Bear Stearns и одним из первых сигналов, указывающих на то, сколько вреда может нанести падение цен на недвижимость финансовой системе в целом.

Примерно девять месяцев спустя, в воскресенье, 16 марта, я, как сейчас помню, наткнулся в интернете на шокирующую новость: JPMorgan Chase предлагает выкупить Bear Stearns по цене два доллара за акцию. Меньше чем за год до этого акции Bear Stearns торговались по 169 долларов. Два доллара были невообразимо низкой ценой для одной из самых маститых компаний на Уолл-стрит. К слову сказать, несколько лет назад мой отец ушел из Bear Stearns на пенсию, проведя там всю вторую половину карьеры. Я часто навещал отца на его сумасшедшем рабочем месте на торговой бирже, где все называли его Уилз (Колеса). В общем, суть в том, что в его пенсионном портфеле была приличная доля акций Bear Stearns.

Узнав новость о Bear Stearns (на самом деле о крахе компании), я тут же позвонил родителям во Флориду. Не помню сейчас, кто взял трубку. Смутно припоминаю, что моя жена с детьми уже уехали куда-то на весенние каникулы. Как бы там ни было, я сказал нечто вроде: «Передайте папе, что JPMorgan покупает Bear Stearns по два доллара за акцию». Цена была нереально низкой, и мои родители решили, что я пошутил. У меня была привычка звонить им и нести разную чепуху (вроде «я тут перепутал рейс, и теперь нахожусь в Албании»). Примечательно, что они часто попадались на мою удочку, по крайней мере какое-то время. И в тот воскресный вечер они были уверены, что я пошутил. Не тут-то было. JPMorgan Chase в конечном счете поднял цену сделки до десяти долларов за акцию, но это было слабым утешением. Одна из ведущих компаний на Уолл-стрит оказалась практически стертой с лица земли из-за использования малопонятных финансовых продуктов, связанных с недвижимостью [3].

Крах Bear Stearns какое-то время воспринимался как единичное событие, хотя в действительности это была первая крупная рябь на спокойной

---

платежей или неплатежей. По мере роста числа домохозяйств, испытывающих трудности с выплатой ипотечных кредитов, стоимость ипотечных ценных бумаг может довольно сильно снизиться. Можно также создать ценные бумаги, обеспеченные разными активами, путем объединения автокредитов, задолженностей по кредитным картам или других форм задолженностей, предполагающих устойчивый поток будущих платежей.



поверхности экономики, которая со временем переросла в финансовый кризис 2008 года\*. Через полгода, 15 сентября 2008-го, Lehman Brothers объявил о банкротстве. К тому времени рябь уже превратилась в мощную приливную волну. Разразившийся кризис уничтожил мириады рабочих мест, выбросил множество американцев из их домов и распространил подобные беды по всему миру. Безработица на пике достигла 10%. В период между 2008 и 2012 годами права выкупа лишились почти 12 миллионов объектов недвижимости. Экономика сократилась более чем на 4% в реальном выражении, после чего достигла дна. И все же, как мы говорили в конце предыдущей главы, могло быть гораздо хуже. Мы на всех парах мчались к полной и окончательной финансовой катастрофе, но нам удалось увести экономику от тотального взрыва. Для сравнения скажу, что во время Великой депрессии уровень безработицы вырос более чем на 25%, и экономика сократилась примерно на столько же.

В этой главе я утверждаю, что Великая депрессия и финансовый кризис 2008 года во многих отношениях поразительно похожи. Оба коренились в надувании экономических пузырей: пузыря активов в 1929 году и недвижимости — в 2008-м. Оба усугублялись природной уязвимостью финансовой системы, в частности массовыми изъятиями вкладов из банков (в широком смысле этого понятия) во время паники. Оба подпитывали сами себя, поскольку люди, которые теряли сбережения, дома и бизнес, сокращали расходы, что вело к дальнейшим потерям сбережений, домов и бизнеса. Тем не менее одно существенное различие между ними все же есть. Во время Великой депрессии Федеральная резервная система — институт, специально созданный для предотвращения кризисов и сглаживания колебаний в экономике, — не справилась со своей миссией. Как говорит историк экономики Массачусетского технологического института Питер Темин, врачи убили пациента. Люди, принимавшие политические решения, отреагировали на события 1929-го — начала 1930-х годов способами, которые сегодня, с высоты времени, кажутся совершенно контрпродуктивными.

В 2008 году пациента удалось спасти. И сделали мы это в первую очередь благодаря извлеченным из ошибок 1930-х урокам. Да, без боли и страданий не обошлось. Человеческая глупость и жадность опять показали себя во всей красе. И люди, принимавшие решения, допускали ошибки, которые,

---

\* Экономика вошла в рецессию в конце 2007 года, но события, которые мы сегодня связываем с началом финансового кризиса, начались только в 2008 году.

возможно, станут очевидными только спустя годы. Изменения в сфере регулирования, введенные в ответ на финансовый кризис, судя по всему, предотвратили следующий крупный кризис, а может, и нет. Однако ничто из этого не должно заслонять главное: мы не были обречены повторять печальную историю прошлого, в значительной степени потому, что усвоили весьма ценный урок.

По счастливому совпадению Бен Бернанке, возглавлявший ФРС с 2006 по 2014 год, досконально изучил Великую депрессию. В 2000 году, еще будучи профессором экономики в Принстонском университете, он писал: «Думаю, я фанат Великой депрессии, точно так же как некоторые люди — фанаты Гражданской войны» [4]. Конечно, президент Джордж Буш не поэтому назначил его председателем Совета экономических консультантов, но это было нам очень даже на руку. В 2002 году в Чикаго Бернанке произнес пророческую речь на конференции, организованной в честь девяностолетия Милтона Фридмана. Фридман большую часть своей карьеры жестко критиковал некомпетентность ФРС в 1930-х годах. Бернанке, в частности, говорил в тот вечер о важнейшей работе Фридмана и его соавтора Анны Джейкобсон Шварц, посвященной роли кредитно-денежной политики и Великой депрессии. А закончился панегирик поистине потрясающим заявлением, особенно учитывая случившееся с Бернанке, ФРС и США в последующее десятилетие: «В завершение позволю себе несколько злоупотребить своим положением официального представителя Федеральной резервной системы. Я хотел бы сказать Милтону и Анне: что касается Великой депрессии, вы правы, мы ее допустили. И безмерно об этом сожалеем. Но благодаря вам больше такое не повторится» [5].

И такого больше действительно не было. Политическая реакция как Конгресса, так и ФРС в 2008 году включала импровизированные, непопулярные и часто плохо объясняемые меры. Долгосрочные последствия такой политики нам до конца не известны. Кризис миновал, но на момент написания этих строк мы все еще не вернулись к нормальной жизни. Краткосрочные процентные ставки по-прежнему близки к нулю. На счетах ФРС хранятся активы стоимостью 4,5 триллиона долларов — примерно в пять раз больше, чем в 2007 году [6]\*. Так что истинное наследие Бернанке будет в огромной мере зависеть от долгосрочных последствий чрезвычайных мер ФРС

---

\* Активы, которые ФРС накопила во время кризиса, вливая новые деньги в финансовую систему в обмен на государственные облигации и другие ценные бумаги.

во время кризиса. Репутацию Пола Волкера со временем укрепила долговечность его победы над инфляцией; престиж Алана Гринспена, напротив, с годами ослаб из-за просчетов и ошибок в области регулирования, совершенных им на посту главы ФРС и заложивших основу для ипотечной катастрофы. Нам все еще предстоит убедиться, что Бернанке действительно избежал ошибок ФРС в 1930-х годах. Однако, учитывая, что Милтон Фридман скончался в 2006 году, мы точно можем сказать, что обещание, данное ему, Бен Бернанке выполнил.

## **Великая депрессия**

Крах фондового рынка 1929 года был частью серии событий, которые со временем переросли в Великую депрессию. Сам по себе крах рынка к Великой депрессии не привел — и это ключевой момент. Бен Бернанке писал: «Крах 1929 года был только первым этапом того, что оказалось гораздо более серьезным падением экономики» [7]. Скорее всего, резкое снижение курса акций усугубила неумелая политика ФРС и других государственных органов. Такого рода события, как правило, сложны и запутанны, поскольку нам не дано знать наверняка, что бы произошло, если бы политики отреагировали на тот или иной вызов иначе. Для сравнения, известно, что 19 октября 1987 года, за один-единственный день, фондовый рынок рухнул на 22,6% — такое падение не слишком сильно отличается от падения в «черный понедельник» и «черный вторник» в 1929 году (24,5%) [8]. Однако последствия обвала фондового рынка в 1987-м для экономики в целом оказались относительно незначительными. Так почему же крах 1929 года перерос в Великую депрессию, особенно учитывая тот факт, что подавляющее большинство американцев (около 90%) в те времена не являлись держателями каких-либо акций? [9]

Стремительное падение цен на акции распространилось по всей Мэйн-стрит из-за действия двух ускоряющих факторов, которые мы уже подробно обсуждали: высокой доли заемного капитала (так называемого кредитного плеча) и природной неустойчивости банковской системы. Поскольку фонды банков в 1920-е годы росли поистине головокружительными темпами, инвесторы и спекулянты могли приобретать акции с частичной выплатой их стоимости, то есть покупатель мог оплатить всего 25% от стоимости покупки, а остальное взять взаймы. (Этот раздел наверняка напомнит вам о проблемах с недвижимостью в 2000-е годы.) Когда цены ползут вверх, большое

кредитное плечо подстегивает их рост. Если инвестор платит наличными за акции стоимостью 100 долларов и их цена удваивается, это означает 100-процентную прибыль. Чертовски хорошо! *Но при использовании заемных средств все может быть еще лучше, и намного.* Приобретая акции с частичной уплатой (оплачивая сразу всего 25%), покупатель может за те же сто долларов купить акции стоимостью четыреста долларов (а остальное оплатить заимствованными тремястами). Когда акции вырастают в цене до восьмисот долларов, покупатель возвращает кредит в размере трехсот долларов (плюс проценты по займу) и кладет в карман около четырехсот долларов прибыли — *400-процентная прибыль на первоначальные вложения в размере ста долларов.*

При этом, как и в случае с любым другим финансовым пузырем, все вокруг были убеждены, что цены на акции могут меняться только в одном направлении — повышаться. Известный американский экономист Ирвинг Фишер сделал, возможно, наихудший экономический прогноз всех времен, сказав 17 октября 1929 года, всего за несколько дней до катастрофы: «Судя по всему, цены на акции достигли своего перманентного потолка» [1]. Банки и брокерские компании с готовностью выдавали маргинальные кредиты (описанные выше), зачастую под очень выгодные проценты. К сожалению, когда музыка прекращает играть, заемный капитал имеет тенденцию взрывать ситуацию. Вернемся к примеру из предыдущего абзаца, только теперь предположим, что цены на рынке не повысились, а упали на 25%. Если вы заплатили наличными за акции стоимостью 100 долларов, то теперь они стоят 75 долларов. Удачей, конечно, не назовешь, но и не трагедия. Вы все же возвращаете 75% вложенных средств.

Однако инвестора с высокой долей заемного капитала падение рынка на 25%, что называется, сотрет с лица земли. Акции стоимостью четыреста долларов дешевет до трехсот долларов, то есть до суммы, заимствованной инвестором для их покупки. А его собственные вложенные в нее сто долларов испаряются полностью. Большое кредитное плечо превращает падение рынка на 25% в 100-процентные потери. Таким же мощным усилителем возможностей служит задолженность, обуславливающая как большие прибыли, так и большие потери. (Эта проблема тоже вернется к нам в 2000-х.) А когда инвесторы не просто теряют часть денег, а терпят полный крах, банкротства на Уолл-стрит довольно скоро приводят к бедам на Мэйн-стрит, даже если большинство ее жителей не владеют никакими акциями.

В 1929 году музыка перестала играть в результате октябрьского краха рынка — хотя ФРС чуть ранее в том же году и унесла чашу с пуншем, резко повысив процентные ставки в попытке обуздать спекуляции на рынке. Как отмечают Милтон Фридман и Анна Шварц, когда ФРС повышала ставки, чтобы приструнить Уолл-стрит, экономика уже находилась в состоянии рецессии (начиная с августа 1929 года). Возможно, первая политическая ошибка ФРС заключалась именно в повышении процентных ставок в то время, как экономика страны нуждалась в большем количестве алкоголя, а не меньшем. (Подробнее использование кредитно-денежной политики с целью обуздания спекулятивных пузырей обсуждается в главе 14.) Как бы там ни было, резкое падение цен на акции спровоцировало тогда еще большие экономические проблемы, в частности в банковской системе. Акционеры и брокерские фирмы объявляли дефолт по маржинальным кредитам, что привело к неплатежеспособности ряда банков. И как это обычно бывает, первые же подобные сигналы привели к массовым изъятиям вкладов из банков. Вкладчики, которых не затронул крах рынка, спешили снять свои сбережения, что вело к новым банкротствам банков и, соответственно, увеличению числа паникующих клиентов. В ноябре 1930 года потерпели крах 256 банков, в следующем месяце та же судьба постигла еще 352 банка.

Распространению кризиса через Атлантику способствовали сразу несколько механизмов, и прежде всего повышение процентных ставок в Америке в 1928 году. Одной из характерных особенностей золотого стандарта было то, что он вынуждал другие страны действовать в соответствии с кредитно-денежной политикой США (то есть тоже поднимать процентные ставки) во избежание риска утечки золота в Америку. Как мы уже говорили, если бы они не отреагировали на жесткую кредитно-денежную политику США, более высокие процентные ставки привлекали бы в Америку глобальные капиталы, и золото рекой потекло бы в страну. А страны, лишившиеся его значительной части, не располагали бы достаточными золотыми резервами для обмена своих национальных валют на золото по обещанному курсу и, следовательно, не смогли бы соблюдать золотой стандарт. Питер Темин (его слова цитируются в начале главы) писал: «К Великой депрессии привели именно попытки сохранить золотой стандарт. Они запустили в мировой экономике дефляционные процессы, беспрецедентные по своей силе и согласованности во всем мире».

Следует заметить, Франция сыграла весьма примечательную роль в деле накопительства золота и сокращения денежной массы в 1930-х годах, о чем писал в своей провокационной статье экономист Дартмутского университета Даг Ирвин (заголовок статьи довольно красноречив: «Действительно ли Франция стала причиной Великой депрессии?»). Французская экономическая политика с начала 1920-х годов приоритетное внимание уделяла накоплению золотых резервов. Как указывает Ирвин, Франция увеличила свою долю мировых запасов золота с 7% в 1927 году до 27% в 1932-м, одновременно заблокировав экономические процессы, которые, как правило, автоматически исправляют подобный дисбаланс\*. Весь смысл золотого стандарта — наличие золота в определенном количестве. Если у Франции этого металла скапливается больше, то у остальных его будет меньше, и, следовательно, золотом будет обеспечено меньше денег. Ирвин объясняет: «“Золотое” накопительство создало искусственный дефицит золотых запасов, в результате чего другие страны испытали огромное давление дефляционных сил» [11]. (Любопытный факт: когда американские «морские котики» уничтожили логово Усамы бен Ладена, они нашли в нем статью Ирвина [12].)

В 1931 году по причинам, лишь условно связанным с зарождающимися в США проблемами, прекратил свою деятельность Kreditanstalt, крупнейший банк Австрии. В следующем месяце его примеру последовали несколько крупных немецких банков. К тому времени банковские системы по обе стороны Атлантики оказались в очень сложной ситуации. Как заметил Милтон Фридман, «финансовая паника не соблюдает государственных границ» [13]. Экономические проблемы подпитывали сами себя. Компании и потребители реагировали на более низкие доходы и непомерно высокие реальные процентные ставки, меньше покупая и инвестируя и тем самым снижая доходы других людей. Законом Смута — Хоули, принятым в 1930 году, Америка

---

\* В частности, Франция «стерилизовала» свои растущие золотые запасы, а это означает, что увеличивающиеся резервы золота не использовались для поддержки сопутствующего роста денежной массы, как это обычно бывает в такой ситуации. Как правило, это самокорректирующийся процесс. Повышение цен во Франции сделало бы импортные товары дешевле, а экспортные дороже, что непременно сказалось бы на торговом балансе страны, приведя к утечке из нее золота. Чтобы этого не допустить, французское правительство принимало такие меры, как продажа государственных облигаций, тем самым «впитывая» лишние деньги, скопившиеся в результате значительного притока золота.

ввела штрафные тарифы на импортируемые товары, другие страны отреагировали аналогичным образом, что привело к торговой войне, в результате которой страдали все экспортеры.

В течение следующего полугодия, с августа 1931 по январь 1932 года, приостановили операции еще 1860 банков. По сведениям Фридмана и Шварц, совокупный запас денежной массы сокращался в это время на 31% в год — самые высокие темпы падения за пятидесятилетний период, проанализированный этими экономистами [14]. Банкротства банков снижали предложение денег сразу тремя способами. Во-первых, все меньше банков предоставляли кредиты. Во-вторых, напуганные потребители решили хранить больше денег, как говорится, под матрасами, и эту наличность, соответственно, уже никто не мог взять в кредит через банковскую систему. И наконец, банки, которые еще оставались на плаву, старались накопить побольше резервов и кредитовали гораздо осторожнее. Все эти механизмы истощали основанную на кредитах экономику и наносили огромный ущерб компаниям и домохозяйствам, которым в противном случае жилось бы совсем неплохо.

Учитывая падение цен и банкротства банков, американцы начали копить наличные, но зачастую их оказывалось недостаточно. Одной из характерных особенностей Великой депрессии была именно хроническая нехватка денег, и эта ситуация резко усугубилась после 6 марта 1933 года, когда всего через 36 часов после вступления на пост президента США Рузвельт объявил так называемые банковские каникулы [15]. Все банки закрылись сначала на четыре дня, а потом на целую неделю [16]. В отсутствие наличных денег правительства, компании и просто состоятельные люди выписали временные средства платежа приблизительно на миллиард долларов. Это были просто долговые расписки буквально на чем угодно: на бумаге, коже, металле, дереве и даже на старых покрышках. Когда New York Daily News в 1933 году спонсировала матч по боксу в нью-йоркском спортивном комплексе Madison Square Garden, с наличностью у народа было совсем плохо и что промоутеры предлагали билеты в обмен на все, что стоило примерно пятьдесят центов, включая свечи зажигания, ночные рубашки, сосиски, Библии и игры-головоломки [17].

Великая депрессия повергла всех в ужас. Можно было бы, конечно, подобрать и другое, более мягкое определение, но пусть лучше свое слово скажут цифры. Цены упали почти на 10% в 1931 и 1932 годах и еще на 5% в 1933-м.

Дефляция парализовала многих американцев, особенно фермеров, которым приходилось выплачивать фиксированные долги за счет продажи резко подешевевшего продукта. Экономика в период между 1929 и 1933 годами сократилась примерно на четверть (и на 15% в общемировом масштабе). Безработица в США достигла 25%. В течение 1930-х обанкротилось почти девять тысяч американских банков — четыре тысячи в одном только 1933 году [18].

Короче говоря, ФРС полностью провалила работу\*. В неконтролируемой инфляции, так же как в дефляции, всегда виноваты безответственные действия центрального банка [19]. Одним из главных достижений Милтона Фридмана и Анны Шварц считается доказательство того, что массовые экономические проблемы начала 1930-х годов явились следствием сокращения денежной массы, а вовсе не наоборот. Фридман, кстати, упорно называет этот период не Великой депрессией, а Великим сокращением. Анна Шварц так обобщила сделанные ими выводы: «Оказавшись не в состоянии стать кредитором последней инстанции во времена серии банковских паник, ФРС допустила серьезное сокращение денежной массы, что и привело к резкому снижению совокупного спроса, национального дохода и уровня занятости населения» [20].

США восстановились только после того, как администрация Рузвельта положила конец дефляции, отказавшись от золотого стандарта (из-за чего доллар значительно обесценился) и введя систему страхования вкладов, что позволило остановить банковскую панику. Как отмечает Бен Бернанке, «Рузвельт добился безусловного успеха, практически компенсировав проблемы, созданные ФРС или как минимум усугубляемые невыполнением ею своих обязательств» [21]. Но откуда взялась подобная нерадивость? Что заставило ФРС задуть пациента? Неурожаи и засуха, естественно, нанесли экономике 1930-х определенный ущерб, но по большей части этот кризис был рукотворным — полное фиаско экономической политики.

Некоторые историки обвиняют во всем слабое руководство ФРС. Система была слишком молода и сильно децентрализована. Американский экономист Джон Кеннет Гэлбрейт описал центральный банк страны того времени,

---

\* Дуг Ирвин пытается в какой-то мере оправдать ФРС, ссылаясь на то, что она в то время еще не получила мандата от конгрессменов. Еще не было четко сформулировано, что именно Федеральная резервная система должна делать и как будет оцениваться эффективность ее работы. Если, например, цель состояла в сохранении золотого стандарта, то ФРС ее вполне успешно достигала — до тех пор, пока Рузвельт и Конгресс не изменили политику.



как «орган потрясающей некомпетентности» [22]. Поскольку Федеральная резервная система состояла из двенадцати региональных банков, ее практический инструментарий для проведения кредитно-денежной политики также был децентрализованным. Такая организационная структура вела к путанице, бездействию, а нередко и к борьбе за власть. Администрация Рузвельта в конечном итоге реструктуризировала ФРС, передав все полномочия в области кредитно-денежной политики Комитету по операциям на открытом рынке ФРС\*.

Однако более важной была проблема идеологическая. Видные лидеры как внутри, так и за стенами ФРС ратовали за идеи, которые усугубляли экономические проблемы депрессии, а вовсе не облегчали их. (Отсюда сравнение Питера Темина с лечением ртутью Моцарта.) Так, многие влиятельные мыслители того времени стали приверженцами «ликвидационистской теории» экономики. Они утверждали, что экономика в 1920-е годы слишком быстро росла и для восстановления баланса требуется некоторый период дефляции. По мере того как состояния неосмотрительных домохозяйств, ферм и компаний будут выкашиваться банкротствами, поскольку все их сохранившиеся активы уходят на погашение долгов, система очистится от гнили и перегибов, что создаст благоприятные возможности для нового старта. Как поясняет Бен Бернанке, «согласно этой теории, Великая депрессия хоть и была бедой, но бедой необходимой» [23].

Тем не менее корнем всех проблем все же было упорное цепляние ФРС за золотой стандарт, который существенно ограничивал ее способность спасать банки и противодействовать падению цен. Из-за него ФРС не могла создавать новые деньги и достойно играть роль кредитора последней инстанции, потому что новые деньги должны были обеспечиваться золотом. ФРС не могла резко понизить процентные ставки в целях предотвращения спада экономики, так как это привело бы к утечке золота из страны. Другие страны, переживающие экономические трудности, наступали о те же грабли. США, как и остальные государства, защищали свои золотые запасы, сохраняя высокие процентные ставки — эти действия были противоположны необходимым для восстановления экономики. Как пишет Питер Темин

---

\* Как описывается в главе 5, Комитет по операциям на открытом рынке состоит из семи управляющих, назначаемых президентом, президента Федерального резервного банка Нью-Йорка и четырех президентов остальных одиннадцати региональных банков, сменяющихся на ротационной основе.

в книге «Уроки Великой депрессии», «сохранение в промышленно развитых странах золотого стандарта было, вероятно, наилучшим из возможных действий» [24].

Государства, которые не придерживались золотого стандарта, практически избежали депрессии (например, Китай). Страны, которые первыми отказались от золотого стандарта (Великобритания), быстрее всех восстановились. Страны, упорно цеплявшиеся за золотой стандарт, пережили самую длинную и глубокую депрессию за всю историю человечества (США и Германия). По сути, как пишет Темин, ни одному государству не удалось заметно восстановить экономику до тех пор, пока оно сохраняло золотой стандарт.

Полагаю, можно с полной уверенностью утверждать, что если врач упорно цепляется за неэффективный метод лечения, это на самом деле не что иное, как некомпетентность. В целом, думаю, мы согласимся, что ФРС провалила свою основную миссию — обеспечение макроэкономической стабильности путем поддержания стабильной стоимости валюты и защиты рынка от финансовых паник. Бен Бернанке, оценивая Великую депрессию, пишет: «[ФРС] не вела агрессивную кредитно-денежную политику для предотвращения дефляции и коллапса в экономике, поэтому не смогла достичь экономической стабильности. Не сумела она в полной мере и сыграть роль кредитора последней инстанции, позволив обанкротиться множеству банков, что привело к резкому сокращению кредитования и денежной массы. Таким образом, ФРС свою основную миссию не выполнила. Это важнейшие уроки, и сейчас, анализируя реакцию ФРС на финансовый кризис 2008–2009 годов, нам не следует о них забывать».

Дело вовсе не в том, чтобы осыпать презрением тех, кто принимал тогда политические решения и уже покинул этот мир. Наша задача — избежать аналогичных ошибок в будущем. А для этого давайте подробнее поговорим о финансовом кризисе 2008–2009 годов, в частности о том, что, столкнувшись с его вызовами, сделал иначе Бен Бернанке — один из величайших в мире знатоков Великой депрессии.

## **Финансовый кризис 2008 года**

В один из наилучших моментов финансового кризиса мой друг по колледжу, который, кстати, впоследствии стал весьма успешным главой компании, отправился в банк, снял 10 тысяч долларов и спрятал их в свои ковбойские сапоги. Когда я позже услышал от него эту историю, меня поразили

две вещи: наличие у него ковбойских сапог и уровень обуявшей тогда народ паники. А другой мой друг, оказавшись в самом эпицентре кризиса, на торговой площадке одного из крупнейших финансовых институтов Америки, решил наконец купить пистолет (раньше его отговаривала жена). Очевидно, система пошла вразнос. И чем ближе к кризису находились люди, тем в большем шоке они пребывали в те самые темные дни. В полном соответствии со зловещим предупреждением Бена Бернанке конгрессменам, о котором рассказывалось в конце предыдущей главы, перед нами разверзлась финансовая пропасть.

Надо сказать, начиналось все довольно многообещающе. Растущие цены на недвижимость сделали многих людей богаче, по крайней мере на бумаге. Каждый раз после продажи очередного соседского дома по удивительно высокой цене мы с женой прикидывали стоимость своего дома и, следовательно, чистую стоимость своих активов. Дом дальше по улице — совсем не такой хороший, как наш! — только что продали за 500 тысяч долларов? Похоже, дорогая, мы с тобой на этой неделе стали тысяч на сто богаче, чем на прошлой. И так жила вся Америка. Было ощущение, что цены на недвижимость и впредь будут расти быстрыми темпами (вопреки всем историческим данным) и что на некоторых рынках можно опоздать с выгодной покупкой. Я подозреваю, что если бы Ирвинг Фишер был жив, он, возможно, описал бы, почему и как цены на недвижимость достигли своего нового потолка. Процентные ставки по историческим меркам были низкими, что сделало ипотеку доступнее. Обе политические партии США с редким единодушием содействовали домовладению в стране. В период между 1997 годом и пиком на рынке жилой недвижимости, который пришелся на 2006 год, цены на жилье выросли на 152% [25]. И люди думали, что так будет и в дальнейшем. Согласно Отчету о расследовании причин финансового кризиса, к 2005 году «более чем один из каждых десяти проданных домов приобретался инвестором, спекулянтom или другим покупателем в качестве второго дома» [26].

А потом музыка стихла. Отчет о расследовании причин финансового кризиса включает в себя душеспитательные показания Уоррена Петерсона из Бейкерсфилда, владельца жилищно-строительной компании, прошедшего весь цикл экономического бума и краха. На протяжении 25 лет Петерсон ежегодно строил от трех до десяти домов по индивидуальному заказу. Но во время бума он возводил по тридцать домов в год — а потом спрос полностью прекратился. Цены на жилье начали повсеместно падать, причем

чаще всего наиболее резко на самых активных прежде рынках. В одном только 2008 году было уничтожено одиннадцать триллионов богатства, то есть около 18% чистой стоимости имущества американцев — крупнейшее падение за год за все время наблюдений [27]. «С конца 2005 года до сегодняшнего времени я построил один-единственный новый дом», — сообщил Петерсон комиссии в 2010 году.

Почему же вечеринка изначально вышла из-под контроля? Почему перестала играть музыка? И что по окончании вечеринки представляло наибольшую угрозу для всей глобальной финансовой системы?

На эти вопросы можно дать как длинный, так и короткий ответ. Длинный вы найдете в целом ряде очень толковых книг. Несмотря на мои претензии, высказанные ранее к Отчету о расследовании причин финансового кризиса (например, что он состоит из 545 страниц, напечатанных мелким шрифтом), должен признать, что это весьма увлекательный документ, который опирается на показания всех основных участников тех драматических событий. В нем стоит покопаться, если вы, скажем, застряли на несколько дней в каком-нибудь аэропорту. А в качестве более читабельного отчета, который приходит практически к тем же ключевым выводам, я порекомендовал бы книгу экономиста из Принстонского университета Алана Блиндера *After the Music Stopped* («Когда музыка стихла»). Блиндер, до кризиса вице-президент ФРС, находился достаточно близко к реальным событиям, чтобы видеть все, так сказать, из первого ряда, но, в отличие от некоторых других их участников (Полсона, Бернанке или Гайтнера), все же не настолько, чтобы защищать собственные действия. В общем и целом все отчеты и документы о данном кризисе описывают цепь событий, в результате которых рост цен на недвижимость привел к безрассудным заимствованиям и в конечном счете к эквиваленту современного массового изъятия вкладов с банковских счетов. Однако все это нельзя объяснить исключительно человеческой глупостью (по большей части). Одной из уникальных особенностей кризиса 2008 года было то, что множество разных сторон, реагируя на рациональные стимулы, зарабатывали деньги, совершая неразумные с финансовой точки зрения поступки, а затем быстро перекладывая риски на другую сторону, словно в какой-то гигантской игре в горячую картошку (роль картошки играла ипотека).

А теперь посмотрим, сумею ли я втиснуть описание всех этих скверных игроков в несколько страниц (что, кстати, будет большим достижением, поскольку таковых немало). Предлагаю начать снизу: очень многие люди взяли

слишком большие ссуды на покупку недвижимости. Мы, конечно, предпочитаем винить во всем банкиров и ипотечных брокеров. И очень скоро этим займемся. Но на самом деле пузырь на рынке недвижимости вдохновлял людей и компании активно заимствовать средства на покупку недвижимости, поскольку они ошибочно полагали, что этот товар существенно не подешевеет. Без этого основного заблуждения остальная часть кризиса была бы попросту невозможна. Типичная сделка по приобретению недвижимости в 2008 году проводилась с использованием гораздо большей доли заемных средств, чем скупка акций с частичной уплатой стоимости в преддверии кризиса 1929 года. Если при покупке дома вы оплачиваете всего 5% его стоимости, это означает, что остальные 95% вы берете в долг. А в разгар вечеринки 5-процентный взнос стал обычным явлением.

Понятно, что нашлось множество негодяев, которые поощряли безрассудную тягу людей к заимствованиям, поскольку не отвечали за результаты подобных действий. Ипотечные брокеры получали комиссию от размера и количества выданных ими кредитов, независимо от того, будут ли те когда-либо возвращены. И одни из самых высоких комиссионных сборов можно было получить, выдавая низкачественные ипотечные кредиты клиентам с сомнительным кредитным рейтингом. Естественно, рисковали при этом вовсе не ипотечные брокеры: им в буквальном смысле платили за то, что они выдавали в кредит чужие деньги (деньги банков). Неудивительно, что самых беспринципных представителей этой профессии качество выдаваемых ими ипотечных кредитов интересовало меньше всего. Ведь чем больше ипотек, тем выше комиссия.

Но и сами банки не особо беспокоились из-за этого. Да, это их капитал сужался людям и компаниям, но ведь речь шла уже не о Building & Loan Джорджа Бейли и не о временах, когда банк выдавал тридцатилетние ипотечные кредиты, владея ими вплоть до погашения. Теперь банки могли быстро продать кредиты при помощи специального процесса под названием «секьюритизация». Другие финансовые учреждения, в частности инвестиционные банки, покупали и объединяли эти ипотечные кредиты в ценные бумаги с характеристиками облигаций — так называемые облигации с ипотечным покрытием. Скажем, ваш кредит на покупку квартиры могли объединить с 999 другими закладными и продать инвестору, который намеревался получать постоянный доход по мере их погашения.

Но это еще цветочки. Мало того что ипотечные кредиты объединялись в пакеты, эти пакеты нередко потом нарезались самыми причудливыми

способами. Пакет из тысячи ипотек мог быть поделен на пять разных ценных бумаг: владельцам самых безопасных (гарантированных) доставались первые выплаты по ипотечным кредитам, владельцам вторых по уровню безопасности — следующие платежи, и так до самого низа, где находились наиболее рискованные ценные бумаги. Их владельцы первыми страдали, если собственники недвижимости начинали пропускать платежи. Некоторые из этих причудливых ценных бумаг оказывались еще причудливее (их создавали компании, зарабатывавшие на этом очень неплохие комиссионные). В результате всех этих манипуляций риск, с которым были сопряжены все самые сложные пакеты ипотек, становился менее прозрачным и более запутанным. Представьте, например, что вы берете газеты дней за десять и засовываете их в шредер для бумаги. А теперь вообразите, что кто-то спрашивает вас о деталях бейсбольного матча, описанного в спортивной рубрике в газете за прошлую среду. В такой ситуации крайне маловероятно, что вы соберете нужные сведения, как в буквальном примере с газетами, так и в переносном смысле — с разнообразными, бесчисленными и экзотическими ипотечными ценными бумагами. Как говорится в Отчете о расследовании причин финансового кризиса, «к моменту завершения процесса ипотека на дом где-нибудь на юге Флориды могла стать частью десятков ценных бумаг в собственности сотен инвесторов» [28].

Далее в нашей цепочке алчности и некомпетентности следуют рейтинговые агентства: Moody's, Standard & Poor и Fitch. Если представить весь кризис 2008 года в виде массовой автокатастрофы, то рейтинговые агентства были бы теми, кто дал ключи пьяному водителю, да еще и помог забраться на водительское сиденье. В секьюритизации ипотек как таковой ничего плохого нет — до тех пор, пока инвесторы разбираются в качестве активов, объединяемых в ценные бумаги. Именно рейтинговые агентства должны предельно упрощать этот процесс, оценивая отдельные ценные бумаги и присваивая им конкретный рейтинг в зависимости от их относительного риска: AAA, AA, BBB и так далее. Наиболее защищенные ценные бумаги получают самый высокий рейтинг (AAA), более рискованные — более низкий (BB). Покупатели, будьте осторожны! Если кинокритик присвоил новому фильму Адама Сэндлера всего половину звезды, а вы на него все же пошли, то вы не сможете потребовать назад свои денежки, убедившись, что кино оказалось на редкость тупым. Но что, если кинокритики начинают ставить плохим фильмам четыре звезды, *потому что кинопродюсеры платят им за рейтинги?*

Проблема тут в неправильном стимулировании. Хотите верить, хотите нет, но деятельность рейтинговых агентств оплачивается компаниями — эмитентами ценных бумаг, то есть ситуация точно такая же, как была бы в том случае, если бы кинопродюсеры платили кинокритикам за рейтинги их фильмов. Очевидно, что, приняв от Адама Сэндлера чек, а затем заявив всему миру, что его фильм чистое барахло, критик вряд ли сможет рассчитывать на сотрудничество в будущем, а вот поставив четыре звезды «Одноклассникам 2», он вполне может надеяться, что его наймут для оценки «Одноклассников 3» и «Одноклассников 4». Кстати, чтобы довести этот пример до логического конца, отмечу, что «Одноклассники 2» — редкая чушь. И еще, Адам Сэндлер не платит за рецензии на свои фильмы. Так вот, из-за жуткой комбинации жадности, некомпетентности и непорядочности рейтинговые агентства присваивали рейтинг AAA — это самая безопасная форма задолженности, финансовые обязательства по ней выполняются при любых финансово-экономических условиях — чрезмерному количеству ипотечных ценных бумаг. И делали они это, невзирая на явные доказательства того, что данная тенденция на рынке недвижимости в 2000-х годах оказалась совершенно неправильной и что процессы андеррайтинга (гарантированного размещения) ипотек по всей стране неуклонно становятся все более ненадежными, а часто и сфальсифицированными.

Две крупнейшие квазигосударственные организации, Fannie Mae и Freddie Mac\*, влились в эту пляску, когда оркестр уже играл Twist And Shout. Fannie Mae — правительственное агентство, созданное во время Великой депрессии для выкупа ипотечных кредитов у кредиторов с целью высвобождения капитала, который можно использовать для новых кредитов. Всякий раз, продав ипотеку, банк может направить вырученные средства на ипотечное кредитование. В стабильные времена это хорошая штука. В 1970 году с аналогичной целью Конгресс учредил Freddie Mac. «Фэнни» и «Фредди», как их вскоре окрестили американцы, исторически сыграли важную роль в секьюритизации обычных ипотечных ценных бумаг [29]. Любопытный факт: Fannie Mae и Freddie Mac были переданы государством в обособленные подразделения как публично торгуемые компании. Именно их уникальная история — частные компании, изначально созданные правительством

---

\* Полные названия: Федеральная национальная ипотечная ассоциация (Federal National Mortgage Association — Fannie Mae) и Федеральная корпорация ипотечного кредитования (Federal Home Loan Mortgage Corporation — Freddie Mac).

для выполнения государственной функции, — сформировала в обществе веру в то, что государство непременно спасет их, если они попадут в беду (что в конечном счете и произошло).

Эти две компании, известные как предприятия, финансируемые государством, вобрали в себя худшее из обоих миров — вечную погоню частного сектора за прибылью и подразумеваемое заступничество государства в случае, если что-то пойдет не так. В 2005 году, практически на пике рынка недвижимости, Fannie Mae и Freddie Mac начали скупать пакеты высокорисковых ипотек. Понятно, что это не могло закончиться ничем хорошим. В сентябре 2008 года, когда обе компании из-за огромных потерь оказались на грани банкротства, федеральное правительство выкупило их.

И наконец, замыкает наш список компания AIG (American International Group), положившая вишенку на этот поганый торт, застраховавшая одни из самых экзотических ипотечных ценных бумаг. Формально AIG предложила так называемые дефолтные свопы, которые гарантировали выплату компенсации в случае, если эмитент ценной бумаги будет не в состоянии выполнить взятые на себя обязательства либо пропустит платеж. Однако, в отличие от обычных форм страхования, AIG не требовалось создавать резервы под потенциальные потери. Когда цены на недвижимость стабильно росли, это был отличный бизнес — все равно что бойко торговать страховками от урагана во Флориде не в сезон ураганов. Кто же откажется от постоянного потока чеков буквально на пустом месте? Но когда начался сезон ураганов — крах на рынке недвижимости, — AIG не смогла выполнить свои обещания. И это тоже закончилось плохо. В сентябре 2008 года федеральное правительство взяло AIG под контроль, снабдив компанию новым капиталом в сумме 85 миллиардов долларов и тем самым удержав ее на плаву [30]\*.

Описанную выше череду ложных стимулов впоследствии вкратце подытожил один из свидетелей событий, корпоративный методист, проводивший тренинги со специалистами по кредитованию. Он сказал Комиссии по расследованию причин финансового кризиса следующее: «Я знал, что от риска просто отмахиваются. Я понимал, что мы, судя по всему, несем полную ахинею. Но в конце концов это стало похоже на игру в музыкальные стулья.

---

\* Этот капитал представлял собой кредит в размере 85 миллиардов долларов, выданный ФРС. По условиям сделки, доля собственности федерального правительства в AIG составила 79,9%.



Стульев, возможно, и становилось меньше, но никто из нас особо не боялся пострадать» [31]. Если, конечно, не считать того, что в результате пострадали мы все.

К 2007 году инвесторы по всему миру активно и охотно заимствовали средства, чтобы поскорее затариться чрезвычайно запутанными ипотечными ценными бумагами, рассчитывая на то, что это будет надежное вложение капитала. Как и в случае с переоцененными акциями в 1920-е годы, пузырь, лопнувший на рынке недвижимости, стал лишь началом большой проблемы. Бен Бернанке писал:

Если сложить все высокорисковые ипотечные кредиты в США и представить, что они ничего не стоят, суммарные потери для финансовой системы были бы приблизительно эквивалентны одному плохому дню на фондовом рынке, то есть не слишком большими. Проблема заключалась в том, что эти рискованные ипотеки были распределены по разным ценным бумагам и разным местам, и никто толком не знал, где они находятся и кто понесет по ним потери [32].

Когда цены на недвижимость начали резко падать, как было определить, кто кому и что должен? Какие именно условия заложены в тех сложных ценных бумагах, которыми финансовые компании бойко торговали в течение последних пяти лет (и держали на своих балансах)? Искушенные инвесторы, вдруг заинтересовавшиеся содержимым опубликованных ранее статей, начали напряженно копаться в кучах измельченных газет.

Все это подводит нас к короткому ответу на вопрос, что же произошло во время кризиса: пузырь на рынке недвижимости лопнул, спровоцировав массовое изъятие клиентами банковских вкладов. Нет, вкладчики не толпились у стен Bailey Building & Loan, как в фильме «Эта замечательная жизнь», ведь постоянных клиентов теперь защищали гарантии Федеральной корпорации страхования депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation — FDIC). На этот раз непомерно большая доля заемных средств и отсутствие прозрачности, встроенные в сложные ипотечные ценные бумаги и охватившие всю финансовую систему, породили панику иного рода. После Великой депрессии на протяжении нескольких десятилетий развивалась теневая банковская система, предлагавшая корпорациям новые способы хранения или заимствования наличных. Одним из таких нововведений было заключение

соглашений о продаже и обратной покупке, так называемые РЕПО (repurchase agreement — репо). Это были очень краткосрочные займы (чаще всего на сутки), предоставляемые кредитоспособным компаниям, которые, как правило, размещали в качестве залога ценные бумаги.

Фактически рынок РЕПО функционировал как банк для крупных компаний. Как вы помните, FDIC страхует вклады только до 250 тысяч долларов. Гэри Гортон пишет: «Вы не можете застраховать вклад в FDIC, если хотите положить на него 100 миллионов долларов» [33]. Но компании хотели иметь относительно безопасное, ликвидное место для хранения больших сумм наличных с возможностью зарабатывать на этом хорошую прибыль. Рынок РЕПО был именно таким. Например, взаимный фонд, скажем Vanguard, который покупает акции и облигации по поручению своих владельцев счетов, мог иметь наготове несколько сотен миллионов долларов наличными, чтобы в любой момент инвестировать их в ценные бумаги. Вместо того чтобы держать эти деньги в сейфе или положить на счет в обычный банк, Vanguard может одолжить избыточные средства *на одни сутки* за небольшую плату какой-нибудь фирме, нуждающейся в краткосрочном кредите. Многие компании, особенно с Уолл-стрит, активно используют рынок РЕПО для финансирования своей деятельности, пролонгируя по мере необходимости краткосрочные кредиты. Если вам нужно занять 100 миллионов долларов, вы можете взять эту сумму займа сразу на десять лет, а можете брать и отдавать ежедневно в течение десятилетия. Второй вариант более гибкий (хотя потенциально менее удобный), но в нормальные времена разница в общем несущественна\*. Беря ссуду на рынке РЕПО, компания размещала залог на полную сумму кредита, обычно в форме обеспеченных активами ценных бумаг, например ипотечных облигаций, которые мы с вами недавно обсуждали.

Вы, наверное, уже поняли, к чему это вело. Как я уже говорил, если что-то кредитует, как банк, и заимствует, как банк, то это и есть банк. Только вот в данном случае это «что-то» не страхует, как банк. К 2000-м годам вся теневая банковская система характеризовалась естественной уязвимостью любой банковской системы, но без защитных мер, введенных после Великой

---

\* В теории процентная ставка по кредиту на десять лет должна быть такой же, как ожидаемая средняя ставка по десяти кредитам, взятым на год один за другим. А каждый одногодичный кредит представляет собой ожидаемую среднюю ставку по 365 кредитам овернайт.

депрессии. По сути, многие из этих институтов специально разрабатывались так, чтобы избежать такой защиты и связанных с ней затрат. Например, чтобы иметь право на страхование вкладов в FDIC, банки платят комиссионные, пропорциональные величине депозитов.

Итак, рынок РЕПО фактически был банком. Компании, кредитующие в него средства, подобны банковским вкладчикам. Они могут получить свои деньги назад, когда захотят. Но в этом случае, вместо того чтобы мчаться в банк за вкладами, они просто не продлевают суточные кредиты — или требуют гораздо большего обеспечения. В этот-то момент заимствование 100 миллионов долларов на десять лет начинает очень сильно отличаться от заимствования той же суммы на одни сутки в течение десятилетия. Компании вроде Bear Stearns и Lehman Brothers заимствовали на рынке РЕПО на краткосрочной основе для финансирования долгосрочных операций. Это сродни погашению ипотеки за дом путем ее рефинансирования каждый вечер: если его стоимость падает, рефинансировать, понятно, становится намного сложнее.

Когда кредиторы серьезно обеспокоились стоимостью ипотечных ценных бумаг, размещенных в качестве залога, начали происходить очень плохие вещи. Одни отказались продлевать кредиты РЕПО, другие требовали большего обеспечения (например, размещения ценных бумаг на 120 миллионов долларов для получения кредита в размере 100 миллионов). Bear Stearns и иже с ними стали испытывать острую нехватку капитала. Чтобы добыть средства, им пришлось продавать активы (например, ипотечные ценные бумаги), снижая на них цены и, следовательно, провоцируя еще большие финансовые проблемы в рамках всей системы. Из-за способа, которым ипотечные задолженности, особенно высокорисковые, объединялись в пакеты, а потом нарезались на части, оценить вклад разных фирм в эту сложную финансовую ситуацию было невозможно. Гэри Гортон сравнивает роль безнадежных долгов по ипотечным кредитам в этом кризисе с обнаружением санэпидслужбой факта заражения мясного фарша кишечной палочкой. Он объяснил свою аналогию Комиссии по расследованию финансового кризиса так: «Возможно, придется отозвать миллионы фунтов говяжьего фарша, потому что точно никто не знает, где именно находится очаг заражения. Если власти не смогут установить, какой именно фарш заражен, начнется паника: люди просто перестанут потреблять этот продукт. А если мы все перестанем есть гамбургеры на месяц, а то и на год, это станет огромной проблемой для McDonald's, Burger King, Wendy's и подобных компаний. Они, скорее всего, обанкротятся. Так и случилось» [34].

Никто не хотел хранить у себя зараженный мясной фарш, или предоставлять кредит тому, кто держит у себя зараженную говядину, или торговать с компаниями, которые потенциально могут пострадать из-за наличия на рынке такого продукта. По словам бывшего управляющего ФРС Кевина Уорша, самым точным описанием произошедшего будут слова «паника 2008 года». Да, толчок всему дал пузырь на рынке недвижимости. Безответственное кредитование и секьюритизация проблемных кредитов усугубили и распространили проблему. Но в конечном счете это оказалась все та же старая «добрая» финансовая паника. Просто на этот раз клиенты не выстраивались в очереди у дверей банков. Вместо этого фирмы и институциональные инвесторы требовали вернуть им наличные у финансовых институтов: Bear Stearns, Lehman Brothers, Citibank и прочих компаний, названия которых мы все постоянно слышали в новостях. Как сказал Комиссии по расследованию финансового кризиса один свидетель: «Я имею в виду, что рынок РЕПО прекрасно функционировал — вплоть до того дня, когда он просто перестал работать» [35].

Комиссия по расследованию финансового кризиса возложила вину за произошедшее на многие факторы: некачественное ипотечное кредитование, переизбыток запутанных производных финансовых инструментов, безответственные рейтинговые агентства, серьезные ошибки в области корпоративного управления и управления рисками, кризис морали, частые просчеты в сфере регулирования и токсичную комбинацию «чрезмерного заимствования и рискованных инвестиций».

Но самая главная мысль сформулирована в первом выводе Комиссии: «Мы приходим к заключению, что этого финансового кризиса можно было избежать» [36]\*.

---

\* Комиссия пришла к выводу, что Fannie Mae и Freddy Mac способствовали кризису, но не были его зачинщиками. Кроме того, был сделан вывод, что Закон о местных реинвестициях 1977 года, призванный содействовать банковскому кредитованию в регионах с низким уровнем дохода, также «не является существенным фактором высокорискового кредитования или кризиса». Я указываю на это потому, что одна из удобных, хотя и далеких от истины версий причин этого финансового кризиса, заключается в том, что сойти с рельсов частный сектор заставила неэффективная государственная политика. Правительство, конечно, с треском провалилось на фронте регулирования, но предполагать, что кризис 2008 года стал результатом его чрезмерного вмешательства или того, что им не были достигнуты цели в области доступного жилья, — в корне неверная интерпретация событий. Как призвана наглядно продемонстрировать эта глава, сумятицу в ситуацию раз за разом вносил частный сектор.

Как и в случае с Великой депрессией, экономический ущерб раз за разом усугублялся циклами неблагоприятной обратной связи. Проблемные банки выдавали меньше кредитов, из-за чего в первую очередь страдал частный сектор. Столкнувшись с проблемами фирмы массово увольняли сотрудников и откладывали на потом капитальные вложения. Безработным людям было сложно выплачивать ипотеки, что усугубляло ущерб, наносимый проблемами с ипотечными ценными бумагами. Банки продавали дома, собственники которых лишались права выкупа, из-за чего цены на недвижимость падали еще ниже, что, в свою очередь, усложняло другим домохозяйствам задачу рефинансирования или продажи недвижимости без ущерба для своих капиталов. Даже вполне экономически стабильные семьи и компании копили наличные и откладывали покупки, подрывая тем самым устойчивость таких отраслей, как автомобилестроение и гостиничный бизнес. А это влекло за собой новые волны увольнений. И так далее и тому подобное. Да вы и сами все прекрасно помните, не так ли?

## **И что же предприняла ФРС?**

Несмотря на всю сложность и запутанность реализуемых ею программ, меры, принятые ФРС в ответ на панику 2008 года, были относительно простыми, хотя и не без новомодных трюков и в невиданных доселе масштабах. В частности, ФРС старалась выполнять свои основные обязанности (и избежать повторения ошибок 1930-х годов).

1. Защита финансовой системы с помощью роли кредитора последней инстанции.
2. Использование кредитно-денежной политики для стимулирования слабеющей экономики и предотвращения дефляции.
3. Исправление и корректировка структуры регулятивных органов ради недопущения кризисов в будущем\*.

---

\* Попутно замечу, что того, кто придумывал названия для мер ФРС — TALF (The Term Asset-Backed Securities Loan Facility — программа срочного кредитования под залог обеспеченных активами ценных бумаг) и QE (Quantitative Easing — валютное стимулирование) — стоило бы посадить в тюрьму вместе с золотом из хранилищ под Федеральным резервным банком Нью-Йорка. К счастью, там можно жить. Хранилища на ночь запираются, но существует причудливая традиция — каждый вечер оставлять там сэндвичи на случай, если кого-то случайно заперли на ночь.

*Обеспечение ликвидности.* Главнейшая роль любого центрального банка во времена финансового кризиса — роль кредитора последней инстанции. Как первым предписывал Уолтер Бэдджет, центральный банк должен свободно предоставлять займы (под высокий, карательный процент) под хорошее обеспечение платежеспособным компаниям, которые в противном случае страдали бы в период паники от недостатка кредитных средств. И надо признать, ФРС делала это всеми возможными способами. Начиная с декабря 2007 года Комитет по операциям на открытом рынке уменьшил учетную ставку (процент, под который ФРС предоставляла ссуды банкам) с 4,75 до 0,5% и значительно увеличил срок погашения таких кредитов. Целевая ставка по федеральным фондам (процент, под который банки кредитуют друг друга) была снижена почти до нуля. ФРС предоставляла займы другим нуждающимся в долларах центральным банкам по всему миру для поддержки своей банковской системы.

По мере дальнейшего распространения кризиса ФРС пришлось искать способы обеспечить ликвидностью финансовые организации вне рамок традиционных коммерческих банков, так как они оказались в самом эпицентре кризиса. Раздел 13 (3) Закона о Федеральном резерве наделяет ФРС полномочиями выдавать ссуды практически любому хозяйствующему субъекту, готовому предоставить обеспечение в «необычных и неотложных обстоятельствах». Например, если бы ваша бабушка в 2009 году явилась в ФРС с набором коллекционных пластинок Элвиса Пресли — когда были явно необычные обстоятельства, — ФРС могла кредитовать ее под это обеспечение некоторой суммой наличных. Конечно, я выбрал этот пример, только чтобы немного вас повеселить, однако многие небанковские учреждения в те времена были собственниками активов, чуть более ликвидных, чем набор коллекционных пластинок. Вице-председатель ФРС Дональд Кон описал ключевой элемент этой стратегии, как «кредитование платежеспособных институтов под неликвидное обеспечение», что позволяло им получить необходимую ликвидность (у бабушки теперь были наличные) и избежать продажи активов по сниженным ценам (что усугубило бы кризис). ФРС разработала программы кредитования для инвестиционных фондов открытого типа, вкладывающих средства исключительно в краткосрочные обязательства, для дилеров по операциям с ценными бумагами и других «ключевых небанковских участников рынка». Вместе с Казначейством ФРС создала механизм кредитования под залог ценных бумаг, обеспеченных студенческими

кредитами, автокредитами, кредитами по кредитным картам и кредитами, гарантированными Администрацией малого бизнеса. И много чего еще. Суть всех этих программ заключалась в обеспечении ликвидностью нуждавшихся в ней компаний путем создания рынка для активов, ставших во время кризиса неликвидными. Как только ФРС соглашалась выдать ссуду под залог бабушкиных коллекционных пластинок, пластинки восстанавливали свою стоимость. Бен Бернанке писал: «Что отличало этот кризис от других, так это его институциональная структура. Это были не банки и вкладчики, а брокеры-дилеры и рынки РЕПО, фонды рынка краткосрочных капиталов и коммерческие векселя. Но основная идея обеспечения краткосрочной ликвидностью в целях прекращения паники имела очень много общего с тем, о чем пророчески писал Бэджет в труде “Ломбард-стрит” в далеком 1873 году» [37]. В 2010 году ФРС сообщила Конгрессу, что примерно на 21 тысячу кредитов, выданных ею во время кризиса, не было ни одного дефолта. По сути, мы, налогоплательщики, зарабатывали проценты [38].

В этом весьма позитивном описании реакции ФРС на кризис есть один неудобный момент. Спасая капитализм в том виде, в каком мы его знаем, ФРС (как и Конгресс) была вынуждена спасти компании и отдельных людей, чья вопиющая безответственность в значительной мере способствовала кризису. Эти ребята не просто курили в постели, они курили в непосредственной близости от открытых канистр с бензином. А мы спасли и их. Пожарное подразделение ФРС вытащило их из пламени вместе с остальными, гораздо менее виноватыми жертвами.

Политики напоролись на то, что теперь принято называть проблемой типа «слишком большой, чтобы обанкротиться». Это замечательно — кричать: «Покончить с ними, покончить, покончить!». И действительно, испытываешь большое удовлетворение, наблюдая за тем, как люди, наделавшие больших глупостей, страдают от последствий своих поступков. *Но в ходе этой чистки были бы выметены и раздавлены многие из тех, кто совершенно ни в чем не провинился.* Больше всего в реакции на кризис — начиная с простых заемщиков с Мэйн-стрит и заканчивая людьми, заседающими в конференц-залах ФРС и Казначейства, — раздражает то, что стороны, фактически спровоцировавшие кризис, в результате антикризисных мер существенно выиграла. Одних спасла предоставленная ФРС ликвидность, другие, оказавшись неплатежеспособными или рискуя стать таковыми, нуждались во вливании нового капитала, который пришел к ним из Конгресса

в форме программы TARP. В любом случае поступки и решения этих игроков, благодаря которым они заработали очень неплохую прибыль в хорошие времена, дестабилизировали всю глобальную финансовую систему, и, когда она пошла вразнос, они разжились еще больше за счет государственных программ по спасению жертв кризиса.

По мнению Бернанке и ряда других специалистов, эти компании были слишком большими, чтобы обанкротиться. Точнее говоря, у регулирующих органов не было упорядоченного процесса, который позволял бы нескольким гигантским проблемным фирмам обанкротиться, не запустив при этом цепь таких же негативных событий во всей остальной системе (например, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG). Здесь опять же отлично подойдет аналогия с пожарным подразделением. У нас не было никакого способа спасти соседние дома, не спасши при этом виновников пожара. Или, иначе говоря, если бы взорвалась комната с канистрой бензина, нам всем мало не показалось бы. Бернанке объясняет: «Проблема в том, что в сентябре 2008 года у нас действительно не было никаких инструментов — правовых или политических, — которые позволили бы сделать так, чтобы Bear Stearns, AIG и другие компании обанкротились, не нанеся при этом страшного ущерба остальной системе». Иными словами, ФРС выбрала меньшее из двух зол [39].

Но проблема спасения глупых и безрассудных не только в том, что это несправедливо. Просто, как правило, одни меры по спасению существенно повышают вероятность очередных антикризисных мер. И здесь мы опять сталкиваемся с проблемой морального риска. Более того, перспектива спасения государством поощряет именно те виды рисков, которые такого спасения требуют: я получаю прибыль, а государство организует оставшийся после меня хаос. Бернанке, например, после санации AIG решительно заявил: «Такое больше не должно повториться» [40]. Думаю, вряд ли найдется много людей, которые с ним не согласятся.

*Монетарные стимулы.* Другим механизмом выхода из кризиса было использование кредитно-денежной политики для стимулирования экономической активности и предотвращения цикла негативной обратной связи, который мог существенно усугубить спад (как произошло в 1930-х). Традиционным инструментом для стимулирования заимствования и расходования считается понижение ставки по федеральным фондам. За счет увеличения денежной массы ФРС может снизить краткосрочные процентные ставки и тем самым стимулировать инвестиции в бизнес



и потребительские расходы. Но во время финансового кризиса 2008 года возникла проблема: краткосрочные процентные ставки были практически на нуле, ФРС функционировала на нулевой границе. Никакого реалистичного способа понизить краткосрочные номинальные процентные ставки ниже нуля у нее не было. Выходом стало использование кредитно-денежной политики для понижения долгосрочных ставок. Во многих отношениях долгосрочные процентные ставки производят на уровень расходов и инвестиций более сильный эффект, чем краткосрочные, так как влияют на ставки кредитования по ипотеке и стоимость долгосрочных корпоративных заимствований. Однако процесс снижения этих ставок несколько сложнее. Долгосрочные процентные ставки отражают ожидания рынка относительно того, какими, скорее всего, будут краткосрочные ставки в течение длительного периода времени. Если краткосрочные процентные ставки на данный момент низкие, но инвесторы опасаются, что через пять лет они существенно повысятся, то долгосрочные ставки будут выше. Простые расчеты помогут вам это понять. Предположим, процентные ставки в этом году находятся на уровне 2%, но инвесторы ожидают, что в следующем году ФРС поднимет их до 4%. В этом случае ставка по двухлетней облигации, вероятно, будет 3% — среднее между текущей годовой ставкой и ожиданиями относительно годовой ставки в следующем году.

Обычно ФРС не может напрямую влиять на ставки в следующем году, и уж тем более на ставки через 29 лет. Кто знает, кто тогда будет возглавлять ФРС? Может, вообще в моду опять войдут широкие галстуки. Чтобы справиться с проблемой (снижения долгосрочной процентной ставки, а не возврата к широким галстукам), ФРС сделала две вещи. Во-первых, предложила стратегию обнародования своих планов в отношении изменения процентных ставок. На определенных этапах FOMC публично объявлял о том, что ставки будут оставаться на низком уровне в течение некоторого фиксированного периода (например, до первого квартала 2010 года) либо до момента достижения экономикой определенного ориентира (скажем, падения безработицы ниже 6%). Тем самым ФРС как бы говорила покупателям облигаций: «Посмотрите, краткосрочные ставки в настоящее время низкие, и мы обещаем, что они останутся таковыми в следующем году, так что если вы покупаете двухлетние облигации, примите также и низкие процентные ставки по ним».

Во-вторых, ФРС воспользовалась своей властью для создания новых денег для покупки долгосрочных облигаций. Именно такова была цель программы ФРС под названием «Количественное смягчение» (Quantitative Easing — QE — и ее последующих раундов, QE2 и QE3). В каждом случае ФРС приобретала огромное количество долгосрочных государственных облигаций. В результате спрос повышался, а процентная ставка, соответственно, падала. (Это все тот же вопрос спроса и предложения: при большем спросе на долгосрочные облигации эмитенты — в данном случае Казначейство и федеральные агентства — могут предлагать облигации с более низкой процентной ставкой.) На самом же деле, несмотря на всю шумиху вокруг новой стратегии, это была лишь старая песня на новый лад. Монетарная политика всегда предполагает покупку и продажу государственных ценных бумаг: это основной инструмент операций на открытом рынке. И если ФРС хочет понизить процентные ставки, она неизменно создает новые деньги, чтобы купить соответствующие ценные бумаги. Следует признать, что на этот раз масштаб принятых мер оказался беспрецедентным и характер вмешательства был несколько иным, но никакой магии, ничего сверхъестественного. Как объясняет Бен Бернанке: «Это была, по сути, все та же кредитно-денежная политика, только под другим названием: вместо того чтобы сосредоточиться на краткосрочной ставке, мы сосредоточились на долгосрочных. Но основная логика снижения ставок для стимулирования экономики не изменилась» [41].

Судя по всему, эти меры произвели желаемый эффект. В 2014 году Economist сообщал: «Между исследователями существует консенсус относительно того, что программа QE действительно снизила стоимость кредита и таким образом повысила как производительность экономики, так и уровень инфляции, как, собственно, и задумывали ее создатели» [42].

*Предотвращение кризиса 2023 года.* В лекции, прочитанной уже после финансового кризиса студентам Университета имени Джорджа Вашингтона, Бен Бернанке признался: «ФРС совершила ряд ошибок в области надзора и регулирования». И это, безусловно, еще очень мягко сказано. Отчет о расследовании причин финансового кризиса оказался более экспансивным в своей критике, указав на то, что ФРС — единственный государственный институт с правом устанавливать перед кризисом обоснованные и продуманные стандарты ипотечного кредитования, и эту профессиональную обязанность система не выполнила [43]. Но не ФРС, конечно, провалила этот

тест. Комиссия по расследованию финансового кризиса пришла к выводу, что «повсеместные ошибки и просчеты в сфере финансового регулирования и надзора оказались разрушительными для стабильности финансовых рынков США» [44]. Вот так-то!

С тех пор политики из кожи вон лезут, чтобы накрепко заколотить эту амбарную дверь. Я прочитал все 500 страниц Отчета о расследовании причин финансового кризиса, и у меня нет ни сил, ни желания читать 2300 страниц Закона Додда — Франка, составлением которого отреагировал на кризис официальный Вашингтон. Справедливости ради отмечу, что финансовые паники происходят с поразительной частотой, так что забить дверь амбара — совсем неплохая мера для начала. В Законе Додда — Франка предусмотрены инструменты и способы, позволяющие избежать многих оплошностей, допущенных в 2008 году: Бюро защиты интересов потребителей, призванное защищать нас от хищнических финансовых продуктов; более высокие требования к капиталу, которые должны укрепить наши финансовые институты; бóльшая прозрачность производных финансовых продуктов, призванная облегчить оценку рисков, и другие. И возможно, самое главное, Законом Додда — Франка учрежден Совет по надзору за финансовой стабильностью, состоящий из руководителей основных агентств федерального финансового регулирования, который должен наблюдать за деятельностью всей финансовой системы и оперативно выявлять угрозы ее стабильности. FDIC — независимый государственный орган, который занимается страхованием и контролем банков, — был наделен правом «упорядоченной ликвидации» крупных финансовых институтов. Это право позволяет FDIC выкупать и ликвидировать крупные финансовые компании, в том числе те, которые ранее считались слишком большими, чтобы обанкротиться, упорядоченным и эффективным способом, так же, как в историческом прошлом поступали с неплатежеспособными банками.

В общем и целом Закон Додда — Франка действительно можно считать логическим ответом властей на то, что пошло не так в 2008 году. Однако регулирование печально известно тем, что часто приводит к совершенно неожиданным последствиям, а финансовые институты превосходно умеют находить способы избежать выполнения приказов и предписаний. Так что вопрос, удалось ли Конгрессу предотвратить очередной кризис, пока остается открытым — хотя не исключено, что он, напротив, даже повысил его вероятность.

## Критика

New York Times 4 мая 2009 года опубликовала статьи двух выдающихся экономистов: обозревателя и профессора Принстонского университета Пола Кругмана и экономиста Университета Карнеги — Меллона Аллана Мельцера. Оба на редкость умные люди, отлично разбирающиеся в вопросах кредитно-денежной политики. Тем не менее их рекомендации оказались противоположными. Кругман предупреждал, что снижение уровня заработной платы может усугубить ситуацию с задолженностями домохозяйств, замедлить восстановление экономики и породить дефляцию и экономическую стагнацию. Он призвал к введению дополнительных экономических стимулов и в заключение довольно зловеще спрогнозировал: «Как бы там ни было, риск того, что Америка превратится в Японию — то есть войдет в период многолетней дефляции и стагнации — судя по всему, будет возрастать» [45]. Любой, прочитавший его статью, испытает непреодолимое желание позвонить в ФРС на личную линию Бена Бернанке и потребовать принять меры вроде суперколичественного (а не просто количественного) смягчения. Но на той же газетной странице Мельцер предлагал читателям совершенно иное видение ситуации. Он обвинял ФРС в превышении полномочий, что просто не могло рано или поздно не привести к инфляции. Мельцер писал: «Независимые центральные банки не делают того, что сделала Федеральная резервная система». По сути, он утверждал, что инфляция, если ее правильно оценивать, уже идет полным ходом. Его статья заканчивалась не менее угрожающе, чем текст Кругмана: «В следующие несколько лет [ФРС] больше не сможет закрывать глаза на рост инфляции» [46]. После прочтения этих слов очень хочется еще раз перезвонить лично Бернанке и сказать: «Я тут только что оставил сообщение, призывающее к какому-то там суперколичественному смягчению. Надеюсь, еще не поздно отменить это требование?»

В статье в Atlantic, посвященной Бену Бернанке и опубликованной в 2012 году, говорилось: «Левые его ненавидят. Правые ненавидят его еще больше» [47]. Откуда эта злоба? Тут все сводится к простому, но очень глубокому вопросу: сколько это — слишком много, слишком мало или как раз столько, сколько нужно? За свою непосредственную реакцию на кризис, в частности на фронте ликвидности, ФРС получает в целом хорошие оценки. Но по прошествии времени — включая период пребывания на посту главы ФРС Джанет Йеллен — главный вопрос на фронтах монетарной политики звучит иначе: какой объем монетарных стимулов будет излишним?

Критики от левого политического крыла, как правило, громогласно призывают к более агрессивному смягчению монетарной политики, чтобы вернуть американцев на рабочие места, хотя, надо признать, левые в этом не одиноки. В конце 2014 года Economist (издание, обычно характеризующееся правым уклоном в экономических вопросах) предупреждал, что «прекращение программы количественного смягчения, возможно, и умное на пенни, но глупое на фунт». Сторонники этой точки зрения упорно твердят, что восстановление глобальной экономики по-прежнему слабо и нестабильно. Безработица выше, чем должна быть, и заработная плата практически не растет. А это значит, что ФРС и другие центральные банки по всему миру должны продолжать сильнее давить на педаль газа — до тех пор, пока восстановление не пойдет активнее и увереннее. Адам Позен, американский член Комитета по кредитно-денежной политике Банка Англии, в 2011 году, вскоре после окончания худшего из кризисов, писал: «На протяжении всей современной экономической истории, будь то в Западной Европе в 1920-е годы, в США в 1930-х или Японии в 1990-х, каждый крупный финансовый кризис сопровождался преждевременным отказом — если не полным разворотом в обратную сторону — от мер стимулирования, необходимых для устойчивого восстановления экономики. К сожалению, мир, судя по всему, повторяет эту ошибку» [48].

В свою очередь группа консервативных экономистов и инвесторов написала в 2010 году Бену Бернанке открытое письмо следующего содержания: «Мы считаем, что план крупномасштабных приобретений активов ФРС (или программу количественного смягчения) необходимо пересмотреть и аннулировать. Мы не находим данный план в нынешних условиях необходимым или целесообразным. Планируемые покупки активов чреваты риском снижения качества денег и инфляции, и мы не думаем, что они позволят ФРС добиться повышения уровня занятости населения» [49].

## **И что теперь?**

Пока страхи по поводу инфляции не оправдались. И все же праздновать победу еще рано. Окончательный исход будет всецело зависеть от одного фактора — резервов. Американские банки владеют сегодня ошеломляющими резервами в 2,7 триллиона долларов на счетах ФРС [50]. Иными словами, большая часть денег, закачанных ФРС в экономику, пока пролеживает без дела в эквивалентах традиционных банковских сейфов. Критики

количественного смягчения, особенно в последнее время, выражают опасение, что, если банки вдруг решат выдавать эти резервы в качестве кредитов, денежная масса резко увеличится, и цены взлетят вверх. Официальные представители ФРС настаивают на том, что у системы в распоряжении достаточно инструментов для управления этими резервами и «закрытия позиций» баланса ФРС (путем распродажи всех ценных бумаг ФРС, накопившихся за время кризиса). Что ж, время покажет, не заложила ли ФРС в борьбе с этим кризисом фундамент для очередного финансового коллапса. Сегодня же можно однозначно сказать, что Бену Бернанке удалось избежать ошибок Великой депрессии.

Превратит ли слишком медленное восстановление экономики Америки в Японию, как предупреждает Пол Кругман? Не знаю. Но это подводит нас к другому очень важному вопросу: а что, черт побери, происходит в Японии в последнее десятилетие?

Да, никому не хочется быть Японией, этим падшим ангелом, который был одной из самых быстрорастущих экономик мира на протяжении более трех десятилетий, а последние восемнадцать лет развивается черепашьями темпами. Никто не хочет жить с травмой дефляции (падения цен), которую Япония получала неоднократно [1].

*Кеннет Рогофф,  
экономист Гарвардского университета  
и бывший главный экономист МВФ*

Япония в 1990-е годы написала книгу о том, как политические ошибки способны повергнуть современную экономику в пропасть дефляции. Сегодня она добавляет новую главу, в которой рассказывается, как вытащить страну из этой бездны [2].

*Джейкоб Шлезингер*

Представьте, что вы встретились с другом, который как раз возвращается от врача. Он жалуется вам, что доктор настоятельно рекомендует ему набрать вес, но у него никак не получается. При каждом посещении врачебного кабинета они вместе намечают цель — поправиться на три килограмма. И всякий раз ваш друг разочаровывает доктора, поскольку, наоборот, теряет полкило или килограмм. Он, судя по всему, просто не может набрать вес, как рекомендует врач. Время от времени друг сомневается, возможно ли такое вообще, ведь у него давно и надежно выработались все виды привычек, которые, очевидно, совершенно несовместимы с увеличением веса (бег по утрам на довольно большие расстояния, питание противными, но очень

полезными кексами с отрубями, ношение одежды из спандекса). Вы, как можете, объясняете другу, что набирать вес удивительно легко — и даже весело. И что вы без особых усилий преуспевали в этом большую часть своей взрослой жизни. Например, очень помогает пицца. И мороженое. И попкорн — и не скупитесь на масло. Кстати, никогда не стоит пить светлое пиво. И все надо хорошенько жарить. И непременно перекусывать перед сном. В общем, если что-то действительно вкусно, это нужно съесть.

Ваш друг в очередной раз обязуется набрать вес... и опять не достигает результата. В конце концов вы в страшном раздражении (а кто совсем недавно без проблем набрал еще шесть кило?!) восклицаете: «Да послушай, потолстеть очень легко! Посмотри вокруг, у большинства граждан страны совершенно противоположная проблема. Все книги о диетах посвящены тому, как сбросить вес. Любая вкусная еда содержит много калорий. Набрать вес просто не может быть трудно!» Кстати, выкрикивая последнее предложение, вы замечаете, что ваш живот немного покачивается. Из-за пережитого стресса вы чувствуете, что просто обязаны как можно быстрее поддержать силы шоколадным пончиком.

Обо всем этом говорил Бен Бернанке в своей речи в 2002 году. Ну ладно, конечно, он не использовал именно эти слова. Но если принять потерю веса за метафору дефляции, то речь была именно об этом. На протяжении всего времени существования фидуциарных денег — когда правительства могли по желанию увеличивать денежную массу, — инфляция небезосновательно считалась истинным бедствием. Безответственные правительства могут оплачивать свои огромные счета за счет создания новых денег. Возникающая в результате инфляция обесценивает существующий государственный долг. И конечно, рост цен ухудшает экономическое положение граждан страны, пользующихся обесценивающимися деньгами. Возможность печатать дополнительные деньги — это, по сути, пломбир с сиропом в кредитно-денежной политике, искушение, перед которым очень трудно устоять.

Если Зимбабве можно принять за образчик такого безответственного поведения — она так и льет карамель на верхушку горячей помадки, — то Япония является любопытным исключением. На протяжении вот уже более двух десятилетий эта страна борется с дефляцией и сопутствующими экономическими издержками. Когда цены падают, реальные процентные ставки могут быть относительно высокими, даже когда номинальные выглядят низкими. Потребители откладывают покупки на потом, ожидая снижения



цен (что вынуждает ретейлеров к этому шагу). Долги в реальном выражении растут. Такие активы, как недвижимость, падают в цене, снижая уровень благосостояния домохозяйств и нанося вред банкам, которые хранят эти активы в качестве залога. В докладе МВФ 2003 года сделан такой вывод: «Многолетний опыт Японии служит для людей, определяющих экономическую политику в других странах, предупреждением об огромных затратах, связанных даже со слабой дефляцией, и о необходимости любыми силами предотвращать это негативное явление, вместо того чтобы бороться с проблемой после ее возникновения. В случае с Японией этот урок предельно ясен: дефляция, пусть даже несильная, уже долгое время оказывает на экономику страны значительное негативное влияние. Следовательно, ей необходимо принять политические меры для реанимации инфляционных ожиданий» [3].

На протяжении многих лет экономисты призывали Японию спровоцировать инфляцию или по крайней мере прекратить падение цен. Как в случае с набором веса, это кажется предельно легкой задачей. Надо просто сделать то, что в других обстоятельствах казалось бы совершенно безответственным. В частности, напечатать побольше бумажных денег и найти способ переложить их в руки потребителей. Такую монетарную политику можно сравнить с третьим походом в буфет. Отталкивая по пути старушку, чтобы схватить со стойки последнее пирожное, всегда можно, извиняясь, сказать: «Простите, пожалуйста, но мой врач рекомендовал мне есть побольше жирного крема».

Когда Бен Бернанке выступал в 2002 году в Национальном клубе экономистов (такая группа действительно существует), главной темой его речи было объяснение того, почему дефляция японского типа ни в коем случае не грозит Соединенным Штатам Америки. Бернанке говорил как истинный банкир центрального банка: «В системе фидуциарных (бумажных) денег правительство (на практике центральный банк в сотрудничестве с другими институтами) всегда должно иметь возможность генерировать повышенные номинальные расходы и инфляцию, даже при нулевой краткосрочной процентной ставке». Несмотря на высокопарный стиль, эту речь Бернанке можно назвать одной из самых логически стройных среди тех, с которыми когда-либо выступали высшие чины Федеральной резервной системы. Он четко указал на то, что ФРС всегда может справиться с падением цен путем увеличения долларовой массы, а то и просто угрожая это сделать. Например,

правительство может снизить налоги, а ФРС попутно выкупает эквивалентную сумму государственного долга, финансируя снижение налогов «новыми деньгами». Бернанке сказал аудитории: «Сокращение налогов, финансируемое деньгами, по сути, равносильно знаменитому “сбрасыванию денег с вертолета”, которое в свое время предлагал Мильтон Фридман» [4]. Именно после этих слов к Бернанке приклеилось прозвище Бен-вертолет.

Далее Бернанке заверил, что «боеприпасы» у центрального банка не закончатся, даже когда краткосрочные процентные ставки упадут до нулевого уровня, и перечислил ряд нетрадиционных инструментов для стимулирования экономики: покупать долгосрочные государственные облигации; в течение определенного периода удерживать краткосрочные ставки на низком уровне; кредитовать банки под залог широкого диапазона частных активов, которые могут быть использованы этом качестве, в том числе ипотек, и тому подобные. Бернанке уверенно заявил: «Основной посыл моего сегодняшнего выступления заключается в том, что центральный банк, неуклонно придерживающийся политики снижения ставки вплоть до нулевой, может практически *не бояться* того, что у него закончатся боеприпасы». Спустя несколько лет ФРС использовала для борьбы с финансовым кризисом все описанные им инструменты. *Все те, которые финансист упомянул тогда в своей речи.*

Бернанке оставил без ответа очень важный вопрос: что же происходит в Японии? Это стало одной из самых трудных макроэкономических головоломок нашего времени. Экономический застой в Японии, начавшийся со схлопывания огромных пузырей на рынке недвижимости и фондовом рынке в 1989 году, затянулся более чем на два десятилетия. В результате то, что первоначально назвали «потерянным десятилетием», пришлось переименовать в «потерянные десятилетия». В 2011 году Wall Street Journal писала: «Япония на протяжении многих лет остается загадкой для экономистов — как пациент с субфебрильной температурой, который все никак не выздоровеет, но и не чувствует себя хуже» [5].

Причины экономического спада Японии чрезвычайно сложны и запутанны, и она по-прежнему остается одной из самых богатых стран мира, но почти каждый анализ ее трудностей приводит к выводу, что дефляция усугубляет состояние экономики. Рост цен, возможно, не излечит все недуги японской экономики, но прекращение дефляции ей, без сомнения, помогло бы, и, скорее всего, существенно. Но если спровоцировать

инфляцию в эпоху фидуциарных денег так легко, почему японский центральный банк не может (или не хочет) целенаправленно это организовать? *Вот просто взять и заказать молочный коктейль с большим куском торта?!*

Не исключено, что традиционная экономика неправильно оценивает происходящее. Бывший глава Банка Японии (центрального банка страны) утверждал, что, учитывая уникальную демографическую ситуацию в стране, попытка спровоцировать инфляцию напоминала бы попытку «пробить кулаком воздух» [6]. (Его критики на это возражали, что здесь большое значение имеют инфляционные ожидания: если глава центрального банка не верит, что цены будут расти, то и остальные не поверят). Япония — богатая страна с сокращающимся и стареющим населением, высоким уровнем государственного долга и наличием ряда организованных политических групп, интересы которых далеко не всегда совпадают с требованиями к жизнеспособной национальной экономике. (Дефляция, как известно, выгодна для вкладчиков банков и пожилых людей, живущих на фиксированный доход.) Принимая во внимание, что значительная часть развитого мира со временем станет похожей на Японию (медленный экономический рост, большой процент пожилых граждан), мы просто обязаны тщательно проанализировать потерянные десятилетия этой страны и ту роль, которую кредитно-денежная политика и банковская система сыграли в этой «потере».

## **Первым делом кризис**

Если вы собираетесь организовать где-то полномасштабный финансовый кризис, настоятельно советую начать с пузыря. Например, с пузыря на фондовом рынке. Или на рынке земли. Или, как в случае Японии, на обоих сразу. Даже по меркам финансовых пузырей это было нечто поистине сногшибательное. Начиная с 1986 года цены на недвижимость и землю в стране начали стремительно расти по сравнению с прошлыми тенденциями. В период с 1986 года до пика, наступившего пять лет спустя, коммерческая недвижимость подорожала более чем на 75%. Цены на акции подскочили еще больше. Nikkei 225 — индекс, основанный на ценах акций крупнейших открытых акционерных компаний Японии, — вырос с примерно 13 тысяч в 1986 году до 39 тысяч в 1989-м [7]. И, как в случае со всеми пузырями, этот головокружительный рост цен сопровождался (и якобы

объяснялся) всеобщей эйфорией. Одним из бестселлеров в Японии в 1980-х была книга Эзры Фогеля *Japan as Number One: Lessons for America* («Япония как номер один: уроки для Америки») [8]. Я в то время только окончил колледж, и у всех вокруг было ощущение, что Япония вот-вот скупит всю Америку и начнет доминировать в глобальной экономике. Когда Mitsubishi Estate в 1989 году приобрела контрольный пакет акций Rockefeller Center, New York Times взахлеб описывала эту сделку как «очередной случай выкупа японцами жизненно важной части американского пейзажа». И правда, месяцем раньше Sony купила Columbia Pictures [9]. Помню, как однажды кто-то сказал, что земля под Императорским дворцом в Токио стоит дороже, чем весь штат Калифорния. Понятия не имею, кто придумал эту чушь, но тот факт, что кто-то мог говорить такое с вполне серьезным лицом, думаю, дает вам представление о тех временах.

Как и следовало ожидать, этот пузырь кредитовали банки. Мы обсуждали в главе 4, что банки функционируют на проциклической основе: увеличивают кредитование в хорошие времена и сокращают в плохие, тем самым усугубляя колебания экономики. В менее вежливой форме можно было бы сказать, что, когда цены растут, у банкиров обычно шарики заходят за ролики. И японскому правительству, и Банку Японии было известно, что разудала вечеринка уже в самом разгаре. В 1989 году Банк Японии повысил процентные ставки, чтобы сдержать рост цен на акции и задуть зарождающуюся инфляцию, а в следующем году правительство ввело ряд нормативных изменений, чтобы сдержать рост цен на землю [10].

*Хлоп — и пузырь лопнул.*

Индекс Nikkei 29 декабря 1989 года достиг своего максимума — 38 957. Понятно, время для покупки японских акций было совершенно неподходящим. Затем цены на них более-менее стабильно снижались на протяжении двух десятилетий, достигнув в 2009 году дна на уровне 7000 — *на целых 82 процента ниже максимума 1989 года*. Пик цен на землю настал чуть позже, в 1991-м, после чего, по словам экономиста из Калифорнийского университета в Беркли Мориса Обстфельда, они «неумолимо снижались» [11]. По причинам, описанным практически в каждой главе книги, падение цен на недвижимость и акции обусловило огромные потери капитала для японских банков и других финансовых институтов. Со значительным снижением уровня благосостояния столкнулись и домохозяйства. Уместно также отметить, что в 1995 году, после того как партнерство, контролировавшее это

имущество, объявило о банкротстве, Mitsubishi отказалась от инвестиций в Rockefeller Center. New York Times писала (на этот раз с меньшим воодушевлением): «Внезапное решение японской Mitsubishi выйти из числа инвесторов Rockefeller Center стало самым поразительным в целой череде недавних отказов от престижных офисных центров от Нью-Йорка до Гонолулу, которые в 1980-е, в период разгула на рынке недвижимости, активно скупали японские компании» [12].

Когда пузыри лопаются, всегда происходят скверные вещи. Не стала исключением и Япония. Экономический рост замедлился с 3,3% в 1991 году до менее чем 1% в 1992-м, до 0,2% в 1993-м и минус 2,4% в 1994-м [13]. Банки из-за выданных огромных кредитов на рынке недвижимости и природной чувствительности к колебаниям фондового рынка столкнулись с серьезными проблемами. Большое количество компаний переживали очень сложные времена, а то и были вынуждены объявить о банкротстве (что вело к дальнейшему ослаблению банковской системы). Страдала японская экономика и от соглашения «Плаза», о котором мы говорили в главе 6. Напомню, что в 1985 году министры финансов из США, Западной Германии, Японии, Великобритании и Франции собрались в отеле Plaza в Нью-Йорке с целью координации усилий, направленных на снижение стоимости доллара США. В полном соответствии со старой доброй истиной (в контексте валютных курсов), гласящей, что «когда что-то повышается, что-то другое должно понижаться», если доллар ослаблялся, иена должна была укрепиться. И действительно, в период с 1985 по 1988 год иена подорожала по отношению к доллару почти на 75%.

В 1980-е годы из-за сильной иены американская недвижимость, скажем, тот же Rockefeller Center, казалась японским покупателям относительно дешевой. Обратной стороной медали, конечно же, было подорожание японских товаров в остальных странах мира. А между тем экономическое господство Японии базировалось именно на конкурентном экспортном секторе. Американская экономическая параноя 1980-х годов отчасти была вызвана безусловным доминированием все большего числа японских брендов: Honda, Toyota, Sony, Panasonic, Canon, Nintendo, Mitsubishi. А быстрое повышение курса иены не играло на руку японским экспортерам.

Тем не менее вне биржи особой суматохи не наблюдалось. Япония переживала рецессию стандартного образца и кризис банковской системы, но механизм страхования вкладов надежно защищал население от банкротства

банков, создавая явление, которое Чарльз Киндлбергер, гуру в области маний и паник, называет «крахом без паники»\* [14]. Для этого случая существуют стандартные макроэкономические инструменты.

1. Снизить процентные ставки, чтобы стимулировать более активное расходование и инвестиции.
2. Очистить финансовую систему. Как в случае со сбежавшим молоком, без надежные кредиты уже выданы, и теперь нужно исправлять ситуацию — каким-то способом рекапитализировать проблемные банки. Кредитование жизненно важно для современной экономики, а банки — основной канал кредитования (особенно в Японии), поэтому необходимо вернуть их в дееспособное состояние.
3. При необходимости потратить государственные средства и/или снизить налоги для усиления финансового стимулирования. Как сказала бы моя дочь-подросток: «Это же рецессия. Тут уж ничего не попишешь».

И вот мы подошли к моменту, когда экономические проблемы Японии становятся уникальными. И те, кто принимает в этой стране политические решения, с данной ситуацией явно *не справились*, что породило в немалом количестве так называемые компании-зомби.

### **Зомби: отлично для фильмов ужасов, скверно для экономики**

Периодически кто-то из моих детей проливает что-нибудь на пол. После этого неумеха обычно какое-то время таращится на разбитый стакан и пролитое молоко или воду. Может и заплакать. В конце концов мне приходится говорить — признаюсь, порой проявляя меньше терпения, чем следовало бы правильному родителю, — нечто вроде: «Да не стой ты, как памятник. Просто убери, что разлил». Так же и японские чиновники и банкиры долго просто стояли и смотрели на происходящий в стране бардак. Не один год. А бардак, по общему признанию, был немалый. Экономист Школы бизнеса имени Бута при Чикагском университете

---

\* Однако наблюдатели отмечали увеличение объема продаж сейфов, то есть люди, судя по всему, держали наличные накопления дома. И это понятно, ведь в условиях снижения цен такое накопление не сопряжено ни с какими потерями. В этом случае деньги, лежащие в сейфах, со временем набирают в стоимости, а не утрачивают покупательную способность, как при росте цен. См. «To Lose One Decade May Be Misfortune...» Economist, December 30, 2009.

Анил Кашьяп в 2006 году подсчитал, что очистка финансовой системы обошлась бы Японии в 20% от ВВП [15]. Никто не любит антикризисных мер, но фундаментальные проблемы Японии были всем хорошо знакомы: экономический бум, спад, безвозвратные кредиты, проблемные банки. Но именно на этом этапе Япония резко отклонилась от традиционного сценария. Вместо принятия стандартных мер она предпочла делать вид, будто ничего не происходит.

Регулирующие органы заставляли банки продолжать кредитовать неплатежеспособных заемщиков. Этот процесс, известный в профессиональных кругах как «вечнозеленость», оттягивал во времени неизбежный коллапс компаний. Одно исследование показало, что в начале 2000-х «жизнеспособность» поистине шокирующих 30 процентов японских компаний из сферы производства, строительства, недвижимости, розничной и оптовой торговли и услуг обеспечивалась банковскими вливаниями. Это были так называемые компании-зомби — структуры, уже мертвые с экономической точки зрения, но все еще совершающие определенные «телодвижения». И эти проблемные компании обслуживали целый ряд краткосрочных экономических потребностей. Правительство было готово поддерживать их, чтобы избежать банкротства и, следовательно, сокращения рабочих мест. Банки подчинялись распоряжению властей, потому что процесс под названием «вечнозеленость» позволял им предотвращать дефолты и маскировать глубину проблем с собственными балансами. Вкладчики были застрахованы от потерь и не спешили забирать средства, какие бы безрассудные кредиты ни выдавали их банки. Иными словами, все упорно делали вид, что все идет отлично: точно так же, как на семейном ужине в честь Дня благодарения, на котором все притворяются, будто ничего не случилось. *Главное — не обращать внимания на то, что у незамужней кузины Дженни такой большой живот.* Очевидно, что из-за игнорирования проблемы она не пропадет. К Рождеству живот Дженни станет еще больше.

Справедливости ради замечу, что по мировым меркам ситуация была не такой уж скверной. Но, по иронии судьбы, данный факт, возможно, лишь усугубил проблему. Токио по-прежнему оставался богатым и многолюдным. Безработица была относительно низкой, хоть и росла. Кеннет Рогофф, бывший главный экономист МВФ, чьи слова процитированы в начале главы, описал многолетние проблемы Японии, как «кризис в замедленной съемке» [16]. Кратковременные периоды облегчения ситуации не способствовали

долгосрочным реформам. В результате государственной поддержки капитал направлялся в компании-зомби (хотя их следовало похоронить и забыть), что существенно осложняло более инновационным и эффективным компаниям выход на рынок. *Трудно зарабатывать прибыль, конкурируя с теми, кому не приходится ее зарабатывать.* Компании-зомби использовали свои «вечнозеленые» кредиты, в основном государственные субсидии, для выплаты персоналу искусственно высоких зарплат и установления нереалистичных цен на свои продукты. Анил Кашьяп резюмирует: «Предпочтя оценивать экономический кризис с точки зрения самой краткосрочной перспективы, политики и регулирующие органы сделали так, что все буксовали в самом неподходящем месте» [17].

### **Банк Японии спешит на помощь — но очень медленно**

Для нормализации ситуации Банк Японии использовал традиционные финансовые меры — до поры до времени. Он постепенно снизил процентную ставку овернайт с 8% в 1991 году практически до нуля в 1999-м. Такая политика нулевой процентной ставки даже обзавелась собственным акронимом — ZIRP (zero interest rate policy). По причинам, описанным ранее в этой книге, номинальные процентные ставки обычно не могут опускаться ниже нуля. А между тем Банк Японии достиг нулевой отметки, но ВВП страны в 2001 и 2002 годах все равно в основном оставался низким. Еще более зловещим сигналом было ежегодное падение цен почти на 1% [18].

Здесь стоит отметить, что дефляция не всегда плоха. Бывает, например, что к падению цен приводит рост производительности, и в этом случае все выигрывают. Представьте себе некую сельскохозяйственную нацию, собравшую отличный урожай. Цены падают, потому что кукуруза и пшеница отлично уродили, а свиньи дали аномально высокий прирост. Общество выигрывает, потому что у людей больше еды. Даже фермеры получают выгоду, если большой объем продаж компенсирует более низкие цены. Однако дефляция в Японии была совсем иного качества. Цены тут падали прежде всего из-за повсеместного снижения спроса. (Если продолжить аналогию с фермой, это означает, что цены на кукурузу, пшеницу и свиней падают только потому, что потребители покупают меньше этих товаров. Фермеры, соответственно, меньше продают *при* более низких ценах.) В Японии происходило то, что, по словам Бена Бернанке, привело к «настолько серьезному



сокращению расходов, что производители, стремясь привлечь покупателей, вынуждены были постоянно снижать цены» [19].

Безработица в Японии к 2003 году достигла 5,5% — уровень не катастрофический, но более чем вдвое превышающий показатель 1993 года [20]. Иными словами, люди не умирали на улицах от голода, но одна из самых надежных экономик мира просто рассыпалась на глазах, опускаясь значительно ниже своего потенциала. Как еще в 2001 году отмечали профессора экономики в Колледже Уильямса Кеннет Каттнер и Адам Позен, «ни одна другая страна в ОЭСР [Организация экономического сотрудничества и развития] не переживала непрерывного периода роста ниже своего потенциала, или даже его половины, столь длительно и в такой степени» [21]. За исключением небольших перерывов японский индекс потребительских цен снижался на протяжении пятнадцати лет. Цены на потребительские товары в период с 1999 по 2012 год падали в среднем на 0,3%.

Наряду с типичными проблемами, например высокими реальными процентными ставками, дефляция сильно вредит рынкам труда, особенно если заработная плата относительно инертна. Когда цены падают, реальные зарплаты растут, даже несмотря на то что цифры в зарплатных ведомостях не меняются (на ту же сумму можно купить больше). *В этих условиях даже замораживание зарплаты предполагает ее повышение в реальном выражении.* В результате дефляции работник, зарабатывающий 2000 иен в час, обходится работодателю все дороже. Поскольку уменьшить номинальную заработную плату чрезвычайно трудно (из-за профсоюзов, трудовых соглашений и ряда психологических факторов, которые обсуждались в первой части книги), компании нередко реагируют на эту ситуацию увольнениями. Кроме того, они со все большей осторожностью начинают подходить к расширению штата, ведь новые работники со временем автоматически станут обходиться им все дороже (в реальном выражении). Проведя интереснейший анализ, лауреат Нобелевской премии 2001 года по экономике Джордж Акерлоф и двое его соавторов подсчитали, что однопроцентная дефляция в США в долгосрочной перспективе повысила бы уровень безработицы с 5,8 до 10% [22].

Большинство экономистов, наблюдавших за стагнацией японской экономики, прописывали стране инфляцию: рост цен не исправил бы ситуацию в экономике полностью, но, несомненно, помог бы — так же, как вашему другу, которому доктор настоятельно рекомендовал набрать вес.

В докладе МВФ от 2003 года сделан такой вывод: «Продолжительная непредвиденная дефляция препятствовала эффективности кредитно-денежной политики, мешала нормальной деятельности финансовых рынков, снижала корпоративную рентабельность и раздувала реальное бремя частного и государственного долга» [23]. Кроме того, теоретически обеспечить рост цен легко и просто — так же, как потолстеть. Помните ребят из Зимбабве? Если они умудрились сделать так, чтобы цена кружки пива увеличилась на 50 миллиардов долларов в час, то уж Япония предположительно могла бы заставить цены расти на 2–3% в год. Зимбабве отказалась от собственной валюты в 2008 году, но в тамошнем центральном банке осталось работать около двух тысяч сотрудников, большинству из которых наверняка было совершенно нечем заняться. Не исключено, что бывший глава центрального банка Зимбабве, Гидеон Гоно, искал тогда работу. Японцам просто надо было нанять этого парня! [24] Согласитесь, ничто так четко не продемонстрирует миру, что вы серьезно нацелены на инфляцию, как наем людей, которые ухитрились ввести в обращение купюру в 100 триллионов долларов.

Но подумались — и хватит. Экономисты на протяжении всех потерянных десятилетий спорили, что можно и нужно было тогда сделать. Каттнер и Позен, например, предложили эквивалент политики «бесплатного обеда» — нечто фактически невозможное. По их плану, Банк Японии должен был, скоординировав действия с правительством, напечатать и потратить много новых денег\*. *Независимо от конечного результата, это было бы полезно для страны и ничего не стоило бы налогоплательщикам.* Если бы это не привело к инфляции, страна получила бы новые мосты и дороги и разные социальные льготы — и все без повышения налогов или увеличения государственного долга. А если бы сотрудничество правительства с центральным банком привело к инфляции, *то Япония вылечилась бы от дефляции.*

---

\* С практической точки зрения этого можно было бы достичь посредством монетизации государственного долга. Правительство выпустило бы облигации, чтобы оплатить новые расходы. Но вместо того чтобы выставлять их на публичную продажу, в результате чего они пополнили бы государственный долг, их следовало продать Банку Японии за новые деньги. По сути, правительство использовало бы новые деньги для оплаты своих счетов. Обычно такая практика считается совершенно безответственной, однако Японии, по мнению экономистов, немного безответственности не повредит.

Это возвращает нас к примеру друга, мечтающего поправиться. Конечно, ему следует заказать двойной чизбургер с картофелем фри и сладким шейком. Тогда он либо потолстеет, как рекомендовал врач, либо останется худым, зато наконец-то по-настоящему вкусно поест.

Так в чем же дело? Почему японское правительство и центральный банк почти два десятилетия терпят снижение цен, если способ лечения, пусть и не гарантированно обещающий выздоровление, настолько прост — взять да и напечатать побольше денег? Что мы упускаем? Действительно ли так легко повысить цены в условиях, когда банки практически не работают, а экономика борется сразу на нескольких фронтах? И если да, то почему правительство и центральный банк Японии не выбрали такой курс действий? А может, дело в том, что функционирование экономик гораздо сложнее, чем нам кажется?

## **Инфляция не представляется возможной. Вы это серьезно?**

Очевидного или окончательного ответа на вопрос, почему Банк Японии не принял более решительных мер, у нас нет. По иронии судьбы, глава Банка Японии Масааки Сиракава учился в Чикагском университете и посещал лекции Милтона Фридмана. Так вот, на посту управляющего банком Сиракава утверждал, что предположение Фридмана о том, что если в экономику влить достаточно денег, цены непременно будут расти, «опровергнуто фактами». Сиракава и многие другие высшие должностные лица Банка Японии весьма скептически относились к идее, что кредитно-денежная политика может эффективно работать в условиях сильного давления дефляционных экономических сил, в частности при сокращении численности населения, медленном росте производительности труда и усилении конкуренции со стороны Китая и других быстрорастущих азиатских держав. В 2011 году в интервью Wall Street Journal Сиракава упорно защищал реакцию Банка Японии на проблемы, порожденные лопнувшими пузырями, и наотрез отказывался признать хотя бы одну ошибку руководства банка [25].

Справедливости ради должен сказать, что даже Пол Волкер, который вдохновил нас на фантазию о Человеке — Борце с Инфляцией, сомневался в том, что центральный банк Японии способен повысить цены. В 2011 году я спросил Волкера, что бы произошло, если бы Банк Японии попытался сделать нечто противоположное тому, что сам Волкер сделал в США

в начале 1980-х — нацелился на 4-процентную инфляцию, используя мощь своего авторитета. «У них бы не получилось», — ответил экономист. Разнообразные силы, толкавшие цены вниз, были чересчур сильны [26]. Дело в том, что даже если не принимать во внимание экономические факторы, Банк Японии обычно не слишком преуспевал в плане «авторитетности». Чтобы цены действительно перестали снижаться, необходимо в этом убедить народ. (В Зимбабве, например, люди были *абсолютно уверены*, что цены растут.) Руководство Банка Японии время от времени подавало народу сигналы о том, что дефляция не всегда плоха. Кеннет Каттнер вспоминает одну речь 2000 года тогдашнего управляющего Банка Японии Масару Хаями, в которой он «рассуждал о том, что дефляция для Японии выгодна или как минимум полезна, и решительно выступал против политических мер, направленных на борьбу с ней» [27].

Как ни странно, многие опасались, что агрессивная кредитно-денежная политика «перегреет» ситуацию. Я вспоминаю, как, приехав в Японию в начале 2000-х, спросил одного из членов палаты представителей (нижняя палата японского парламента), почему страна не начала активнее печатать деньги. И он пояснил, что гиперинфляция, разразившаяся после Второй мировой войны, породила в стране сильный страх перед безответственной кредитно-денежной политикой. То же самое, кстати, относится к Германии (об этом мы поговорим в следующей главе). В свою очередь, некоторых японских политиков, в частности консерваторов от экономики, беспокоило, что поддержка экономики с помощью монетарных стимулов завуалирует потребность в более структурных экономических реформах. Тот же аргумент, к слову сказать, выдвигался и в США в связи с тем, что ФРС после кризиса 2008 года в течение длительного периода времени удерживала ставки на низком уровне. Между тем примиряющим всех объяснением японского бездействия может быть тот простой факт, что японская экономика никогда не переживала сильный сердечный приступ, который заставил бы ее принимать любые меры, только бы добиться нужной реакции пациента. Болезнь Японии больше походила на артрит, постепенно изнуряющий и ослабляющий больного, но оставляющий ему способность довольно долго вести относительно нормальный образ жизни.

В конце концов терпение японских политиков лопнуло. В 2010 году группа законодателей от правящей Демократической партии Японии объединилась в так называемую Антидефляционную лигу. В течение последующего

года Лига существенно разрослась, включив в себя почти четверть представителей нижней палаты парламента. Один из лидеров группы демонстративно поставил управляющему центрального банка Сиракаве «двойку» за усилия в области монетарной политики [28]. К 2012 году ситуация порядком надоела и избирателям. В декабре того же года твердым парламентским большинством на пост премьер-министра был избран Синдзо Абэ — с четкой задачей положить конец экономическому недомоганию страны. Абэ предложил три «экономические стрелы»: усиление налогово-бюджетного стимулирования, чтобы сдвинуть буксующую экономику с мертвой точки; мощный монетарный импульс, чтобы положить конец дефляции; и структурные реформы с целью повышения долгосрочной эффективности экономики [29].

В Японии эту экономическую политику окрестили абэномикой.

### **Человек — борец с дефляцией**

Премьер-министр Абэ, едва заняв свой пост, принялся стрелять этими стрелами. Один давний наблюдатель за Японией описал начавшиеся преобразования, как «самоиндуцированный паралич решимости рузвельтского стиля» [30]. Налогово-бюджетная стрела предусматривала ряд крупных пакетов мер, направленных на стимулирование спроса. Стрела структурных реформ была призвана повысить ограничение скорости экономики путем «резкого ослабления регулирования бизнеса, обеспечения либерализации рынка труда, сокращения корпоративных налогов и увеличения разнообразия рабочей силы» [31]. Но мы сосредоточим внимание на стреле кредитно-денежной политики, в частности на «смене режима», обещанной премьер-министром Абэ.

Новый управляющий Банком Японии Харухико Курода публично объявил, что одна из его главных целей — «коренным образом изменить ожидания рынков и хозяйствующих субъектов». В 2013 году Банк Японии впервые за свою историю установил четкий целевой ориентир по инфляции на уровне 2 процентов и объявил о желании сделать все, что потребуется, чтобы достичь этой цели за два года. Столь решительная риторика сопровождалась активными усилиями по увеличению денежной массы с использованием самых разных инструментов. Заголовок Wall Street Journal гласил: «Стагнирующая Япония ставит на новую эру легких денег» [32]. Данная стратегия вполне предсказуемо породила целый «хор скептиков».

Один высокопоставленный государственный чиновник сказал в интервью газете: «Конечно же, это невозможно. И я думаю, что господин Куроде это прекрасно знает» [33].

Масштабы принимаемых мер были абсолютно беспрецедентными даже по общемировым стандартам. В 2014 году стоимость активов в собственности Банка Японии достигла 57% от ВВП — что более чем в два раза превышает стоимость активов в подвалах ФРС после финансового кризиса 2008 года [34]. Когда реформы, предложенные премьер-министром Абэ, натолкнулись на политические преграды, он объявил о всеобщих выборах в 2014 году, рассчитывая получить от избирателей новый мандат для дальнейшей реализации программы абэномики. Его либерально-демократическая партия одержала на выборах решительную победу, и сейчас правительство Абэ продолжает тестировать пределы достижимого для новой кредитно-денежной политики Японии.

Сегодня стрелы премьер-министра Абэ, хоть и не слишком быстро и уверенно, все-таки приближают экономику к намеченным целям. Эксперт по Японии Адам Позен в конце 2014 года писал: «По сути, восстановление Японии идет в верном направлении, даже если и не всегда успешно» [35]. Первые проблески инфляции в стране уже замечены. Так, индекс потребительских цен Японии, исключая цены на свежие продукты питания и влияние на потребление нового повышенного налога, вырос к середине 2014 года примерно на 1,5% [36]. В начале 2015 года, правда, инфляция вернулась к нулю, отчасти из-за падения мировых цен на нефть [37].

На брифинге в 2015 году Совет по международным отношениям оценил ситуацию в японской экономике так: «Пока успех “трех стрел” неясен. Несмотря на мощное государственное стимулирование, во втором квартале 2014 года Япония опять вернулась в состояние рецессии. Инфляция поначалу медленно росла, но теперь, на фоне снижения мировых цен на нефть, падает, и в 2015 году страна может снова столкнуться с дефляцией. При этом сохраняются опасения по поводу разрастающегося долга и многие сомневаются, что Абэ способен проявить политическую волю и начать сложные структурные реформы, против которых по-прежнему выступают отдельные отрасли, даже после того как его коалиция наглядно продемонстрировала свою силу на досрочных выборах в декабре 2014 года» [38].

## Чему нас учит опыт Японии

Время вынесет свою оценку абэномике, но, независимо от ее результатов, история Японии уникальна и поучительна. Уроки, извлеченные из событий, скажем, в Зимбабве, довольно просты: не позволяйте автократам бездумно штамповать деньги в несметных количествах. Уроки Японии гораздо тоньше, сложнее и, возможно, актуальнее для всех нас. Япония — страна стареющего населения с развитой экономикой и несколько закостенелой политической структурой. Другие богатые страны мира сегодня движутся в том же направлении. Итак, вот выводы, которые мы уже сегодня можем сделать благодаря урокам потерянных десятилетий и абэномике.

*Ситуация лучше, чем выглядит, — и одновременно хуже.* Существует большой соблазн умалить значение потерянных десятилетий Японии, сказав, что все было не так уж и плохо. Из-за сокращения населения страны ее экономические показатели и правда слегка искажены. Согласно им, с 2001 по 2010 год (явно аномальный период) ВВП Японии *на душу населения* рос быстрее, чем в США и еврозоне. Однако более важной и показательной мерой является эффективность японской экономики за последние два десятилетия по сравнению с ее собственным потенциалом. Как писал Кеннет Рогофф, «никому не хочется превращаться из мирового лидера в символ экономического застоя». Но именно это и произошло с Японией. Разрыв между реальными экономическими показателями страны и ее потенциалом, или разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства, был необычным как по масштабам, так и по продолжительности. А когда экономика работает недостаточно эффективно, из-за низких темпов экономического роста в первую очередь страдают наиболее уязвимые слои населения. В стране неуклонно повышался процент бездомных и самоубийств. Особым бедствием медленно развивающаяся экономика стала для молодых японцев, искавших достойную работу [39]. Эту негативную ситуацию существенно усугубляло то, что она, по всей вероятности, была отнюдь не столь неизбежной, и если бы наверху принимались другие решения, все могло бы сложиться иначе. Как писал Economist: «Если бы Япония не застряла на границе нулевой инфляции, она функционировала бы пару последних десятилетий как более-менее нормальная экономика; опыт пребывания в этой дефляционной ловушке обошелся ее экономике в триллионы долларов невыпущенной продукции, а японским работникам он стоил бесчисленного числа рабочих мест и повышений зарплаты» [40].

*Финансовые кризисы — это плохо.* Как когда-то сказал мне Пол Волкер (посмеиваясь при этом, насколько я помню): «Первый урок: ни в коем случае не позволять надуваться двум огромным пузырям» [41]. Крах рынка недвижимости и фондового рынка в японской экономике привел к хаосу, который оказалось чрезвычайно трудно упорядочить, независимо от реакции людей, принимающих решения. Целесообразнее изначально предотвращать резкие подъемы и спады в экономике. Бен Бернанке тоже обращал внимание на этот момент, когда объяснял в 2002 году, почему и как США удалось не допустить кризиса по японскому сценарию: «Если финансовые условия начинают быстро меняться, ФРС должна использовать свои регуляторно-надзорные полномочия для обеспечения стабильной устойчивости финансовой системы, и она это сделала» [42]. *Но, погодите, именно в то время, когда Бернанке произносил эту речь, пузырь на американском рынке недвижимости уже надувался.* Так что очень интересный вопрос — базирующийся как на японском, так и на американском опыте — состоит в том, способен ли центральный банк вовремя распознать пузырь, и если да, то что ему следует делать, чтобы решить проблему. Это одна из основных и сложнейших задач центральной банковской системы, о которой мы еще поговорим в главе 14. В любом случае, если пузырь все же лопнет, надо прежде всего навести порядок, особенно в банках и связанных с ними структурах. Как сказал один эксперт по Японии: «Нет ничего хуже, чем искалеченный финансовый сектор, висящий словно занесенный над вашей головой меч» [43]. На наше счастье, американские чиновники и банкиры учли это послание во время финансового кризиса 2008 года.

*Дефляция настолько вредна, что центральные банки должны предпочитать инфляцию.* Проблема идеальной ценовой стабильности — нулевой инфляции — носит двоякий характер. Во-первых, даже крошечные изменения могут превратить ее в дефляцию, запустив целый каскад других проблем. Во-вторых, она оставляет центральному банку значительно меньше места для маневров с реальными процентными ставками. Если инфляция составляет 2%, а номинальная процентная ставка 1%, то реальная процентная ставка будет минус 1%, что является мощным фактором кредитно-денежного стимулирования. Но при нулевой или отрицательной инфляции центральный банк не может понизить реальные процентные ставки до негативного уровня. По этим причинам ФРС и другие центральные банки в настоящее время, как правило, создают своего рода буфер, то есть целевой уровень инфляции устанавливается от 1 до 3%, а не на нуле.



*Дефляционные ожидания не менее важны, чем инфляционные.* Базовая идея все та же. В реальности цены имеют тенденцию меняться в соответствии с ожиданиями людей. В Японии целое поколение молодежи никогда в жизни не видело стабильно растущих цен. Гамбургер Big Mac в Токио стоил в 2014 году столько же, сколько в 1998-м. Один из сотрудников технологической компании в Кобе сказал в интервью New York Times: «Я никогда не сталкивался с инфляцией. Для меня это что-то нереальное» [44]. Когда крупнейший ретейлер Японии объявил в 2013 году, что намерен повысить заработную плату 54 тысячам сотрудников, эта новость оказалась настолько сенсационной, что стала главной темой вечерних новостей японского канала общественного вещания [45]. А японские компании, поднимающие цены на продукцию, публикуют оправдательные заявления. Пивоварня Kirin Brewery, например, писала в обращении к клиентам: «Это чрезвычайно больно ранит наши сердца, но мы вынуждены сообщить, что в ближайшее время намерены пересмотреть цены в сторону повышения» [46]. Как резюмирует Economist, «возрождение стабильно положительной инфляции — это игра в доверие. Если домохозяйства верят [в то, что цены будут расти], они будут тратить деньги, компании будут нанимать новых людей, и цены будут расти. Если же домохозяйства сомневаются в решимости государства повысить инфляцию, считайте, игра проиграна» [47].

*Кредитно-денежная политика не может заменить реформы в аспекте предложения, но может служить их важным дополнением.* Монетарная политика помогает экономике функционировать на уровне ее скоростного предела. Экономические реформы, например реформа, поощряющая женщин пополнить ряды рабочих и служащих, или способствующая развитию производственной инфраструктуры, позволяют повышать этот предел. На протяжении двух потерянных десятилетий Япония проигрывала на обоих фронтах, и стрелы абэномики направлены в обоих направлениях. Кеннет Рогофф пишет: «Неэффективность Японии в сельском хозяйстве, розничной торговле и государственном управлении поистине легендарна. Даже в японских компаниях — лидерах мирового экспорта нежелание противостоять укоренившимся интересам кругов старых связей существенно усложнило задачу отказа от неприбыльных производственных линий — и от рабочих, которые на них работают» [48]. Разумеется, эта ситуация нуждается в исправлении. Но структурные реформы всегда проще проводить с политической точки зрения, если экономика растет, а не сокращается или пребывает в состоянии

застоя. А небольшая доза инфляции позволяет обеспечить смазку для этого процесса, например упростить сложнейшую задачу сокращения реальной заработной платы.

Предполагается, что деньги должны способствовать более плавному и бесперебойному функционированию экономики и органично и незаметно вписываться в уже имеющийся общий фон — как бригада арбитров в профессиональный спортивный матч. Если болельщик во время игры слишком много внимания уделяет арбитрам, значит, что-то пошло не так. Так же и с деньгами. Если они постоянно попадают в заголовки новостей, то эти новости, как правило, не из приятных.

Не верите? Спросите у греков и немцев.

Мы считаем, что золотой стандарт и евро характеризуются качествами юной леди, описанными Генри Лонгфелло:

У маленькой милашки  
Красивые кудряшки.  
Она была б прекрасна!  
Была она тогда мила,  
Когда послушною была,  
А непослушною — ужасна! [1]

*Барри Эйхенгрин,  
Калифорнийский университет в Беркли,  
и Питер Темин, Массачусетский  
технологический институт*

Какой должна быть сфера деятельности валютной зоны? На первый взгляд этот вопрос может показаться чисто научным, так как он очень плохо вписывается в соображения политической целесообразности, согласно которым национальная валюта должна всегда приноситься в жертву любому другому способу организации\* [2].

*Роберт Манделл*

Это случилось 1 января 2002 года. Французский франк прекратил свое существование. И немецкая марка. И итальянская лира. Ровно в полночь двенадцать стран ЕС перешли на единую валюту — евро. (Официально евро был введен тремя годами ранее. Банковские депозиты и электронные переводы

---

\* Эти слова были сказаны в 1961 году, за тридцать лет до создания евро.

проводились в евро начиная с 1999 года.) Банкоматы стали выдавать новенькие хрустящие купюры. Цены по всей еврозоне были указаны в новой транснациональной валюте. Учрежденный новый Европейский центральный банк (ЕЦБ) должен был проводить кредитно-денежную политику от лица всех стран-участниц и поддерживать ценовую стабильность (определяется как уровень инфляции «ниже 2%, но близко к этому показателю, в среднесрочной перспективе») [3]. Национальные центральные банки, такие как немецкий Бундесбанк, продолжали выполнять свои регулирующие функции и обеспечивать поддержку ЕЦБ. Введение евро стало событием, беспрецедентным по своим масштабам и амбициям. Евро заменил местные валюты более чем для трехсот миллионов человек [4]. В одной новостной программе введение евро сравнили с сенсационным открытием братьев Райт, которые доказали, что аппарат тяжелее воздуха может летать, — на том основании, что евро доказал, что валютный союз возможен без союза политического [5]. К 2015 году членами еврозоны стали уже девятнадцать стран Европейского союза, к ним примкнули несколько небольших стран, не входящих в ЕС, а многие другие привязали к евро свои национальные валюты.

## **Счастлиное начало**

О введении единой валюты для большей части Европы провозглашалось с ликованием, сравнимым разве что с объявлением о заключении брака. В конце концов, в валютный союз вступали не просто какие-то там страны. Можно сказать, для многих из них — Германии, Франции, Италии, Бельгии — XX век стал истинным кровавым бедствием как в буквальном, так и в переносном смысле. Да и предыдущие столетия вряд ли можно назвать временем безмятежного мира и сотрудничества. Страны, которые стояли друг против друга в окопах Первой мировой войны, а затем и Второй, когда Гитлер терроризировал мир, теперь объединились в смелый экономический союз. Этот брак был актом примирения, призванным переместить Европу в направлении видения Жана Монне, французского дипломата, который рисовал картину объединенной Европы еще в трудные годы после Второй мировой войны.

Переход на евро стал важным шагом в долгом пути к евроинтеграции. Менее чем через десять лет после окончания Второй мировой войны группа европейских государств, в том числе Франция и Западная Германия, основали Европейское объединение угля и стали для совместной разработки

и использования природных ресурсов региона. Одной из явных целей этого союза была минимизация вероятности вооруженного конфликта в будущем. Впоследствии создавались и другие наднациональные организации, каждая из которых была призвана расширить и укрепить политико-экономическое сотрудничество в рамках континента. Европейское экономическое сообщество (1958 год) учреждало зону свободной торговли для стран-членов и вводило единый тариф на товары, импортируемые в эту зону. Механизмом регулирования валютных курсов европейских стран (1979 год) вводился набор фиксированных обменных курсов с узкими диапазонами, призванный свести к минимуму колебания обменных курсов валют стран — членов соглашения. В 1992 году в результате заключения Маастрихтского договора был сформирован Европейский союз — организация из 28 государств, объединенных общим законодательством (в сфере трудовых отношений, безопасности пищевых продуктов и других). ЕС также предполагал свободное перемещение людей, товаров, услуг и капитала по территории всех государств-участников, а также создание ряда наднациональных политических институтов, таких как Европейский парламент. Иными словами, все эти страны в течение длительного времени ходили друг к другу на свидания, а единая валюта позволила скрепить эти отношения узами брака. Как пишет Пол Кругман, «создание евро ознаменовало очередной логичный шаг в этом процессе. Экономический рост опять будет стимулироваться действиями, которые одновременно укрепляют единство Европы» [6]. Единая валюта призвана способствовать европейской торговле и прозрачности в сфере ценообразования. Ведь намного проще обнаружить разницу цен при пересечении международных границ, если сопоставимые товары оцениваются в одной и той же валюте. С точки зрения некоторых стран — членов еврозоны евро со временем автоматически приведет к более тесному политическому сотрудничеству. В частности, единая валюта должна была окончательно закрепить положение резко увеличившейся (в результате воссоединения) и мощной Германии в рамках сильной Европы. Немцы же, со своей стороны, были уверены, что новый Европейский центральный банк проявит в борьбе с инфляцией — и даже с малейшим намеком на нее — такую же решимость, какая была свойственна центральному банку Германии, Бундесбанку.

Как и в случае с любым браком, особенно между представителями семей с давней историей враждебных отношений, высказывались и определенные опасения. Так, Милтон Фридман утверждал, что введение евро не только

не улучшит ситуацию в экономической сфере, но и приведет к политической напряженности. По мнению Фридмана, у государств, ратовавших за валютный союз, для этого недостаточно общего. За два года до введения евро экономист писал: «На сегодняшний день подгруппа Европейского союза — возможно, Германия, страны Бенилюкса и Австрия — подошла к удовлетворению условий, благоприятных для единой валюты, намного ближе, чем ЕС в целом». По его словам, единая валюта «обострит политическую напряженность, соединив в одной точке разнонаправленные удары, которым можно было бы без особого труда противостоять посредством изменения обменного курса, и превратив их в разъединяющие политические моменты» [7].

По сути, во многом именно это и произошло. Греция и Германия вот уже не первый год обмениваются оскорблениями в адрес друг друга. Группе южноевропейских стран (Португалия, Италия, Греция и Испания), столкнувшихся с трудностями в связи с ограничениями евро, придумали оскорбительную аббревиатуру PIGS\*, что, понятно, никак нельзя считать добрым знаком\*\*. (Это презрительная отсылка к инвестиционной аббревиатуре союза Бразилии, России, Индии, Китая и Южной Африки — BRICS.) Сегодня существует серьезный риск падения евро, возможно, с большими потерями для глобальной экономики. Но каким бы ни был конечный результат, ясно, что медовый месяц закончился. И давно. Отношения Греции и Германии настолько накалились, что в конце концов греческие политики потребовали возмещения ущерба за нацистскую оккупацию Греции во время Второй мировой войны [8]. Вероятность выхода Греции из еврозоны даже получила собственное название — Grexit. И теперь, как это обычно бывает, когда чьи-либо отношения безнадежно портятся, многие недоумевают: «Почему мы не слушали того, что нам говорили?»

Но я забегаю вперед. Поначалу переход на евро был временем всеобщего воодушевления и радужных экономических перспектив. Никто и не думал заключать брачный контракт. Ни в одном из договоров о создании Европейского союза и введении евро не оговаривались какие-либо непредвиденные обстоятельства и условия отказа от единой валюты. И это делалось

---

\* Pigs — в переводе с англ. «свиньи». *Прим. перев.*

\*\* В эту аббревиатуру иногда включают Ирландию, еще одну страну на окраине Европы, которой со временем потребовалась финансовая помощь. Получается еще оскорбительнее — PIIGS.

намеренно. Деньги и финансы, как известно, базируются на доверии. Обсуждение условий отказа от евро накануне его введения означало бы недостаток веры в его успех (по той же причине многие люди не заключают брачные контракты). Конечно, в первые годы это был вполне счастливый союз. Семья ЕС быстро ширилась за счет присоединения новых стран: Греции, Кипра, Латвии, Эстонии, Словении и других. Сначала стоимость евро снизилась, но потом неуклонно росла, сделав его кандидатом на замену, или по крайней мере дополнением, доллара в качестве мировой резервной валюты.

### **Но почему в таком случае весь мир до сих пор не перешел на единую валюту?**

Во всем этом таится один более важный вопрос, который, кстати, недавно вполне невинно задал друг, а возможно, парень\* моей дочери: а не было бы нам лучше, если бы в мире ходили одинаковые деньги? Многие видные мыслители, в том числе философ Джон Стюарт Милль и политический экономист Уолтер Бэджет (труды которого, посвященные деятельности центральных банков, мы уже упоминали), в свое время задавались тем же вопросом в разных вариациях. Почему мы не можем ввести в обращение доллар, или евро, или любую другую валюту во всем мире? Просто выбрать какую-то одну — и все. Надо полагать, огромное разнообразие мировых валют представляет собой своего рода экономический эквивалент негативных последствий использования разных языков при строительстве Вавилонской башни. Если валюты похожи на языки, то, предположительно, чем их меньше, тем это больше способствует развитию сотрудничества и интеграции между людьми. Доллар довольно неплохо работает в США, даже в таких невероятно разных и удаленных друг от друга штатах, как Вермонт и Техас. Что же мешает евро быть столь же эффективным одновременно и во Франции, и в Италии? Какие выгоды можно извлечь из обмена франков на лиры при проведении торговых операций между двумя соседними странами — географически, кстати, намного более близкими, чем Калифорния и Иллинойс? Как вы помните, это в любом случае просто

---

\* Одно время они точно встречались и танцевали в паре. Но потом вроде как расстались, хотя по-прежнему ходят вместе в походы и он почти каждый день перед уроками паркует свою машину рядом с нашим домом. Я действительно понятия не имею, что там между ними происходит. В любом случае, он очень хороший и умный парень, который порой задает очень правильные вопросы о кредитно-денежной политике.

кочки бумаги. Суть торговли заключается в содействии «реальной экономике», то есть обмену французского вина на итальянскую обувь, в результате чего выигрывают обе стороны. Как же случилось, что использование в этих целях бумажных денег единого образца привело Европу на грань экономического коллапса?

Даю подсказку: единая валюта похожа на золотой стандарт. Она фиксирует стоимость валют в разных странах, облегчая международные сделки и делая их более предсказуемыми. Если вы внимательно читали эту книгу, то уже поняли, что в словах «золотой стандарт» есть некоторый негативный подтекст, а именно идея, что он ограничивает возможность стран использовать кредитно-денежную политику для управления национальными экономиками. Это и обусловило противоречия между Германией и Грецией. Этим также объясняется и фундаментальный компромисс между единой валютой и использованием странами собственных денег. Экономист Роберт Манделл в 1999 году получил Нобелевскую премию за анализ причин, по которым миру не стоит переходить на единую валюту. Он, в частности, писал о том, что преимущества и недостатки такого решения проистекают из концепции оптимальной валютной зоны. Регион может быть слишком маленьким, чтобы иметь собственную валюту, слишком большим, или именно таким как надо. (Я считаю, что Роберт Саути, автор сказки «Златовласка и три медведя», тоже внес большой вклад в развитие этой теории, хотя он скончался в 1843 году и, следовательно, не смог разделить Нобелевскую премию с Манделлом.)

Преимущество использования единой валюты в какой-либо конкретной зоне состоит в том, что это снижает операционные издержки, так как при торговле с соседним штатом, страной или регионом отпадает необходимость менять деньги. Представьте противоположную ситуацию: во всех пятидесяти штатах США ходят различные валюты. Каждая торговая сделка с участием разных штатов потребует обмена валюты. Появится также дополнительная неопределенность, обусловленная колебаниями валютных курсов. Калифорнийский производитель вина несет расходы в долларах своего штата, а его доходы выражаются в 49 других валютах, каждая из которых будет колебаться по отношению к калифорнийскому доллару. Иными словами, понятно, что единая валюта — или по крайней мере как можно меньшее количество валют — облегчит глобальные транзакции и сделает процесс товарообмена гораздо более прозрачным и предсказуемым.



Несмотря на все прелести единой валюты, два важных обстоятельства нивелируют ее выгоды. Во-первых, страны с единой валютой вынуждены использовать также единую кредитно-денежную политику. Европейский центральный банк устанавливает процентные ставки по всей еврозоне, так же как ФРС принимает решения по процентным ставкам для всех пятидесяти штатов Америки. Отказ Франции от франка означал и отказ французского центрального банка от права устанавливать процентные ставки отдельно от Германии. Но если одна страна в еврозоне пребывает в состоянии рецессии, а другая переживает экономический подъем, то какую кредитно-денежную политику должен проводить ЕЦБ? Роберт Манделл еще в 1961 году прозорливо спрашивал: «Система гибких валютных курсов изначально предлагалась как альтернатива механизму золотого стандарта, на который многие экономисты возлагают вину за распространение после 1929 года депрессии в общемировых масштабах. Но если аргументы против золотого стандарта верны, разве они не применимы также к системе единой валюты в многорегиональной стране?» [9].

Во-вторых, единая валюта лишает страну возможности использовать обменный курс для воздействия на структуру внешней торговли с остальным миром. Вы, конечно, помните, что слабая валюта сродни продаже потребителям других стран товаров со скидкой. Она удешевляет товары при экспорте в страны с национальной валютой, относительно сильной по сравнению с валютой экспортера. Как отмечалось в главе 6, девальвация валюты, конечно же, сопряжена с определенными экономическими проблемами. Импорт дорожает, и население страны с ослабленной валютой получает меньше в обмен на то, что продается ею за границу: вот вам и сокращение реальных доходов. И все же слабая валюта — чаще всего лучший способ стимулирования экономики или исправления торгового дисбаланса.

В частности, ослабление валюты — это нередко самый простой вариант сохранения конкурентоспособности по сравнению со странами с более продуктивной экономикой. Выберем наобум две страны с собственными национальными валютами, скажем Германию и Грецию до перехода на евро. Ну ладно-ладно, не так уж и наобум. Обе производят и экспортируют промышленные товары. Предположим, немецкие компании со временем начинают работать на 5% продуктивнее греческих, то есть могут выпускать то же количество товаров при затратах на 5% ниже. Все, что может быть произведено в Греции за 100 долларов, в Германии теперь можно выпустить

за 95 долларов. Это предоставляет немецким компаниям весьма привлекательный выбор. Один из вариантов — больше платить своим работникам. Это улучшило бы их положение по сравнению с греческими коллегами (благодаря повышению производительности) и уничтожило бы разницу в цене между греческими и немецкими продуктами, потому что повышение заработной платы для немецких рабочих увеличило бы затраты на выпуск немецких товаров до 100 долларов. Немецкие и греческие товары опять начали бы конкурировать на мировых рынках на равных, так как повышение производительности в Германии компенсировалось бы ростом заработной платы немецких рабочих. Немцы жили бы богаче, чем их греческие коллеги, но греков все также занимали бы на прежнюю зарплату. В итоге все были бы довольны.

Другой вариант заключается в том, что немецкие компании благодаря повышению производительности понизили бы цены на свои продукты на мировых рынках. Скажем, они могли снизить цену до 95 долларов и при этом получать такую же прибыль, как и прежде\*. Это поставило бы греков в более сложное положение. Чтобы оставаться конкурентоспособными в борьбе с немцами, им тоже пришлось бы снизить затраты на производство на 5 процентов. Это, скорее всего, обусловило бы сокращение заработной платы. А если мы с вами и можем быть в чем-то уверены, так это в том, что снижать зарплату чрезвычайно трудно. Эта перспектива вызывает огромное неприятие. Существуют также определенные институциональные ограничения, существенно осложняющие эту задачу — например, профсоюзы. Экономисты говорят, что заработная плата (и цены на другие вводимые ресурсы) обычно «инертна», то есть ее, как правило, невозможно откорректировать настолько быстро, как того требуют экономические условия. Выходит, в нашем не таком уж и гипотетическом примере сокращение расходов на 5% для греков довольно непростая задача.

Но постойте! Ведь до перехода к евро у Греции был более целесообразный с политико-экономической точки зрения способ оставаться конкурентоспособными. Греческое правительство и местный центральный банк всегда могли обесценить греческую валюту, драхму, на 5% относительно немецкой марки. Греки не повысили бы производительность и не сократили бы производственные затраты, а *снизили бы цену всего экспорта на 5%, обесценив*

---

\* Понятно, что между этими двумя возможностями существует целый ряд других, промежуточных вариантов.

*национальную валюту.* Понятно, что здесь нет бесплатного угощения. Греки за это платят в буквальном смысле слова. Более слабая валюта повышает стоимость греческого импорта на 5%. В результате греки живут хуже по сравнению с остальными — по сути, так, как будто им урезали зарплаты. Это также уменьшение реальных доходов. Разница в том, что обесценить национальную валюту значительно проще. Центральный банк может сделать это с помощью кредитно-денежной политики. Никаких переговоров с профсоюзами, никаких нарушенных контрактов и в большинстве случаев никакого участия политиков. Как убедительно объяснял Милтон Фридман, «гораздо проще изменить одну цену, а именно цену обмена валюты, чем рассчитывать на изменение множества цен, образующих в совокупности внутреннюю ценовую структуру» [10].

Кстати, здесь мы сталкиваемся с наглядным примером такого явления, как «денежная иллюзия». Рабочие обычно не столь сильно протестуют против снижения реальной заработной платы из-за изменения обменного курса, как против уменьшения конкретных чисел в зарплатной ведомости. Как и в случае с инфляцией, рациональных людей, как правило, интересует их номинальная зарплата (цифра в ведомости), а не реальная (что можно купить на эти деньги). Яркий пример этого явления предлагает Пол Кругман. Ирландии во время кризиса еврозоны, чтобы снизить цены примерно на 5%, пришлось пережить двухлетний период сильнейшей безработицы. А меньше чем за десять лет до этого, когда в Ирландии еще была своя валюта (ирландский фунт), ее девальвация обрушила заработную плату на 10% гораздо быстрее и безболезненнее [11].

Но опять подождите! Если наличие собственной кредитно-денежной политики столь важно, то почему это не проблема для Америки, где множество разных штатов обслуживаются одной ФРС? Что, если штат Мэн находится в рецессии, а в Оклахоме, напротив, экономический подъем благодаря эффективному фрекингу?\* Или если рабочая сила в Южной Каролине стабильно демонстрирует более высокую продуктивность, чем в Мичигане? Чем это отличается от Германии и Греции? По мнению Роберта Манделла, оптимальность валютной зоны зависит от степени экономической интеграции региона (например, когда работники могут легко перемещаться с места на место) и качества работающих там вспомогательных институтов (скажем, когда

---

\* Для тех, кому в голову лезут разные неприличные мысли, скажу, что фрекинг — это процесс горизонтального бурения, используемый для добычи природного газа.

есть правительство, способное вовремя перебросить средства из процветающих регионов в проблемные).

У американских штатов есть не просто единая валюта и общий центральный банк, у них один язык и единое центральное правительство. Южная Каролина и Мичиган — два штата в рамках одной и той же федеральной системы. И это не случайное наблюдение. Когда в Мичигане начинаются экономические проблемы, федеральное правительство автоматически перенаправляет туда часть доходов из регионов страны, у которых дела идут лучше. Налог на прибыль пропорционален доходу, поэтому регионы, которые развиваются быстрее, будут платить больше, а регионы, переживающие трудные времена, меньше — вот вам и автоматическое снижение налогов. Кроме того, в проблемных регионах обычно увеличиваются и государственные расходы: федеральные пособия по социальному обеспечению, талоны на питание, страхование по безработице, страхование урожая и прочее. Некоторые федеральные программы, например программы расходов на инфраструктуру, специально нацелены на конкретные не процветающие регионы. Существенно помогает и мобильность рабочей силы. Люди в Детройте и Чарльстоне говорят на одном и том же языке. В США нет никаких юридических или значимых культурных барьеров, мешающих жителям Мичигана уехать на работу в те штаты, где экономическая ситуация в данный момент лучше. И наконец, учитывая огромную роль банков и других финансовых институтов в экономических подъемах и спадах, в том, чтобы регионы, использующие единую валюту, также подчинялись единому финансовому регулятору, безусловно, есть логика.

Подытоживая сказанное, хочу отметить, что сосуществование разных валют способствует быстрой корректировке экономики, но происходит это в значительной мере за счет торговли, особенно если количество валют растет. Манделл писал, что использование единой валюты в том или ином регионе или «зоне» имеет смысл при соблюдении ряда условий: мобильность рабочей силы в рамках валютной зоны; единый финансовый регулятор; единый политический аппарат; готовность терпеть безработицу или инфляцию в случае возникновения регионального дисбаланса. И надо признать, это весьма серьезные обязательные предварительные условия. Манделл еще в 1961 году заявлял: «Конечно, в реальном мире валюты прежде всего являются олицетворением национального суверенитета, так что фактическая

валютная реорганизация возможна только в том случае, если она сопровождается глубокими политическими изменениями».

### **Так что определенные проблемы были с самого начала...**

А теперь предлагаю заполнить контрольный перечень и оценить оптимальность единой валютной зоны в США.

Трудовая мобильность: есть.

Общий финансовый регулятор: есть.

Политическая структура, охватывающая всю долларovou зону: есть.

Готовность терпеть региональную инфляцию и/или безработицу в условиях экономического дисбаланса: есть.

Примите мои поздравления. Вы только что одобрили использование в США единой валюты.

А теперь оценим Европу 1990 года, когда возбужденные страны еврозоны выбирали платье подружек невесты и готовились завязать валютный узел.

Трудовая мобильность: не слишком велика. Большинство стран Европы говорят на разных языках, культурные барьеры значительны. Хотя законы Европейского союза позволяют гражданам свободно перемещаться между входящими в него странами и работать в любой из них, на практике греческому каменщику переехать в Мюнхен и найти там работу довольно трудно.

Общий финансовый регулятор: отсутствует. Для управления кредитно-денежной политикой еврозоны создан Европейский центральный банк, но национальные правительства (и национальные центральные банки, которые не были распущены после создания ЕС) по-прежнему несут ответственность за финансовое регулирование в рамках своих государств\*.

Политическая структура, охватывающая всю еврозону: есть лишь отчасти. В ЕС действует несметное количество наднациональных политических институтов. Однако на момент введения евро Европейскому союзу не хватало важных полномочий, таких, например, как возможность перераспределять значительные средства в пределах всей еврозоны или кредитовать страны — члены союза в случае кризиса.

Готовность терпеть инфляцию и/или безработицу в условиях региональных дисбалансов: нет. Я еще не говорил, что немцам, которые сыграли

---

\* Только в 2011 году была создана Европейская служба банковского надзора с полномочиями отменять решения национальных регулирующих органов, если это необходимо для защиты более широкой банковской системы ЕС.

в разработке и использовании Европейского центрального банка ведущую роль, присуща настоящая фобия инфляции. Рост цен или заработной платы? *Nein! Ни за что! Только не это!* Страх перед инфляцией рожден опытом Германии после Первой мировой войны, когда национальная валюта обесценилась настолько, что люди, отправляясь за покупками, толкали перед собой тачки наличных денег, а иногда и просто отапливали ими свои дома. В значительной мере поэтому немецкие политики в послевоенный период фокусировались на поддержании сильной и стабильной валюты — немецкой марки. Когда ввели евро, канцлер Германии Гельмут Коль сказал президенту Франции Франсуа Миттерану: «Немецкая марка — наш флаг. Это основа нашего послевоенного восстановления. Это важный компонент нашей национальной гордости: у нас не слишком много других поводов» [12].

Кроме того, усугубляет ситуацию то, что немцы, как известно, очень экономны. Зачастую это добродетель, но не тогда, когда другие регионы континента страдают от экономического спада и им очень нужно, чтобы немецкие потребители покупали как можно больше их товаров, способствуя восстановлению ослабевшей экономики.

Вышеупомянутый контрольный перечень для евро равноценен ситуации, когда жених целуется с одной из подружек невесты прямо накануне свадьбы. Не слишком хороший сигнал для предстоящего бракосочетания. На момент введения евро даже убежденные оптимисты высказывали предположение, что новая валюта — это нечто вроде брака по договоренности. На первых порах дела, возможно, будут идти неидеально, но со временем партнеры притрутся друг к другу и все наладится.

Многие наблюдатели предрекали экономическое сближение наций в границах всего континента — по мере того как относительно бедные южные страны еврозоны будут нагонять более богатые северные. И эти ожидания никак не назовешь необоснованными. После окончания Гражданской войны американский Юг был беднейшим регионом страны, но в течение следующих ста лет он рос быстрее остальной части США, стабильно догонял Север и органично с ним объединялся [13]. Страны вроде Греции и Италии, присоединившись к еврозоне, получили возможность дешевле заимствовать средства, поскольку глобальные инвесторы могли больше не опасаться, что стоимость облигаций снизится из-за ослабления их национальных валют. Да и ответственное отношение Германии к вопросам фискальной и монетарной политики должно было повлиять на менее ответственных соседей.

В качестве необходимого условия для вступления в еврозону страны-участницы должны были соответствовать определенным «критериям сближения», касающимся ограничений по инфляции, дефициту бюджета и долгосрочным процентным ставкам [14]. Это напоминает ситуацию, когда умные и старательные студенты, делящие комнату в общежитии с лодырями и бездельниками, подтягивают их! Здесь следует отметить, что Греция с самого начала считалась таким бездельником: страна не соответствовала критериям допуска в еврозону, но все равно была в нее принята.

Какое-то время брак был счастливым. К середине 2000-х годов немецкие облигации и облигации PIGS торговались по приблизительно одинаковым ценам, что позволяло предположить, что тевтонское чувство ответственности и правда оказало должное влияние на «отстающих» [15]. Анализ показывал, что торговля в границах еврозоны шла активнее, чем до введения единой валюты [16]. Подобно золотому стандарту в эпоху до Первой мировой войны, евро способствовал стабильности обменного курса — потому что обменных курсов не было. Но, кажется, мы упомянули о золотом стандарте? А кто совсем недавно его критиковал? Как писали Эйхенгрин и Темин, «фиксированные обменные курсы облегчают бизнес и коммуникации в хорошие времена, но усугубляют трудности в плохие» [17].

Евро, по сути, не что иное, как фиксированный обменный курс, который, в свою очередь, является аналогом золотого стандарта. И постепенно настали худшие времена.

## **2008 год: кризис брака**

Когда семья переживает трудности — смерть родственника, безработицу, материальные проблемы, — отношения между супругами нередко накаляются. Для еврозоны финансовый кризис 2008 года стал одновременным воплощением всех семейных проблем, после чего немцы и греки настолько прониклись взаимной неприязнью, что принялись давить друг у друга домашних животных. Пузырь на рынке недвижимости, лопнувший в США (и ряде других стран по всему миру), запустил сразу три пересекавшихся между собой европейских кризиса, каждый из которых усугублял остальные. Первым (хотя они шли, по сути, в произвольном порядке) стал кризис банковский. Европейские банки были крупными покупателями американских токсичных активов (с их нелепыми рейтингами AAA). В Испании и Ирландии на рынке недвижимости надулись собственные пузыри, что

обусловило большие проблемы в их банковских системах. А, как мы уже знаем, если банки в беде, они, как правило, тащат за собой на дно и всю остальную экономику.

Второй проблемой был суверенный долг — заимствования правительства. Греция и другие страны воспользовались новыми возможностями брать кредиты под низкие ставки и буквально погрязли в долгах. Скорее всего, не обошлось без морального риска — из-за уверенности в том, что в случае необходимости Германия и/или Европейский центральный банк придут на помощь безответственным заемщикам вроде греческого правительства. Вследствие финансового кризиса пугливые инвесторы начали относиться к государствам с огромными долгами, таким как Греция и Италия, с гораздо большей осторожностью. Процентные ставки подскочили, из-за чего пострадавшим от кризиса странам стало намного сложнее финансировать свои заимствования. Проблема суверенного долга попутно усугубила проблему банковской системы, так как европейские банки, в том числе немецкие, были крупными кредиторами государств-должников.

Третьей проблемой стал медленный экономический рост в Греции, Испании и Италии, которые из последних сил старались оставаться конкурентоспособными в отношениях с Германией и другими более продуктивными государствами европейского блока. Вот тут-то, скорее всего, евро и был нанесен наибольший ущерб. Страны еврозоны лишились способности проводить собственную кредитно-денежную политику или девальвировать национальные валюты, что в противном случае позволило бы им стимулировать отечественную экономику. ЕЦБ (под сильным влиянием Германии) наотрез отказывался терпеть в какой-либо экономике Европы относительно высокий уровень инфляции, который наверняка помог бы неудачливым южно-европейским странам исправить ситуацию\*. Однако инфляция была близка к нулю и даже балансировала на грани негативных значений, заставляя компании ради сохранения конкурентоспособности снижать зарплаты и цены. А, как я уже не раз отмечал, сделать это чрезвычайно трудно. Результатом стало сокращение заработной платы и безработица в таких странах, как

---

\* Например, если бы инфляция составляла 4% по всей еврозоне и греческие компании удерживали на стабильном уровне номинальную зарплату, это означало бы снижение реальной заработной платы на 4%, и они могли бы оставаться конкурентоспособными. Инфляция также снизила бы реальную стоимость огромного государственного долга, позволив стране погашать его деньгами, которые меньше стоят, — эквивалент сокращения непогашенного остатка в реальном выражении.



Греция, и это рикошетом подпитывало две первые проблемы. Слабая экономика наносит вред банкам и усложняет правительству задачу погашения долга. Согласно анализу, проведенному в 2011 году, итогом всего этого стала «спираль снижения курса облигаций, ослабления банков и замедления темпов экономического роста» [18].

Усугубляющийся кризис вскоре привлек внимание к целому ряду институциональных слабых сторон, связанных с евро. Единый регулятор — если бы он был — мог бы остановить рост пузырей, которые появились в таких странах, как Испания и Ирландия, или по крайней мере минимизировать банковские проблемы, распространявшиеся по всей еврозоне. Всем уже было ясно, что некоторые европейские государства попали в беду, а Евросоюз все никак не мог определить роль Европейского центрального банка в борьбе с кризисом. В отличие от ФРС, единственным мандатом ЕЦБ было обеспечение ценовой стабильности, но он не выступал в качестве кредитора последней инстанции и не содействовал занятости населения. У Европейского союза не было никакого механизма для разрешения проблем неплатежеспособных членов или кредитования правительств, нуждающихся в ликвидности в периоды финансовой паники. В одной из новостных программ плачевное состояние дел в 2010 году описывалось так: «Реальными проблемами следует считать отсутствие надежного плана для исправления ситуации с проштрафившимися странами (что на собственном опыте узнали немцы), структурные дисбалансы между Германией и менее конкурентоспособными южными членами ЕС и, самое главное, жалкие перспективы роста для этих бедных и слабых южан, усугубляемые бюджетным недофинансированием. Отрекшись от возможности девальвировать свои валюты, такие медленно растущие страны, как Португалия, а теперь и Испания, должны стремиться к структурным реформам, которые позволят им сократить затраты на рабочую силу, повысить дух предпринимательства, стимулировать конкуренцию и восстановить конкурентоспособность» [19].

### **Антикризисные меры: можно ли спасти эти отношения?**

В апреле 2010 года агентство Standard & Poor's понизило рейтинг греческих облигаций до статуса «мусорных» [20]. (Формально это рейтинг «ниже инвестиционного уровня».) Долг Греции превысил 100% ее ВВП (теперь, чтобы расплатиться с кредиторами, государству на протяжении более года

нужно отдавать весь доход страны). Дефицит бюджета\* составлял почти 14% от ВВП, а это четкий сигнал для глобальных инвесторов, что государственный долг будет и впредь бесконтрольно расти. По любым разумным меркам, Греция считалась неплатежеспособной [21].

Но это было еще не самое худшее. Дефолт Греции угрожал потянуть вниз не только остальную часть еврозоны, но и всю мировую экономику. Главная миссия евро сводилась к более тесному объединению экономики Европы — точно так же, как альпинисты совершают восхождение в одной связке (я уже использовал эту метафору). Сорвался один, падают все — если только не найти способ вовремя перерезать шнур, не усугубив при этом ситуацию еще сильнее. Финансовая катастрофа в Греции заставила инвесторов внимательнее отнестись к Италии — гораздо большей экономике, но весьма уязвимой во многом по тем же причинам, что и Греция. Ее крах действительно стал бы началом конца. Как отмечал Economist в 2011 году, «когда третий в мире по величине рынок облигаций [Италия] начинает коробить, катастрофа принимает угрожающие размеры. На кону не только итальянская экономика, но и Испания, Португалия, Ирландия, евро, единый рынок Европейского союза, глобальная банковская система, мировая экономика и еще очень многое из того, что может прийти вам в голову» [22].

Итак, ситуация сложилась скверная. И, как вы помните, никакого брачного контракта, позволяющего цивилизованно развести тех, кого еврократы объединили в одну связку, никто не заключал. Результатом стала цепь взаимосвязанных реакций, которые длятся по сей день. Во-первых, был принят целый ряд антикризисных мер — разные европейские институты изо всех сил старались поддержать слабаков и остановить распространение заразы. Европейская комиссия, Международный валютный фонд и Европейский центральный банк в совокупности реализовали ряд программ по спасению Греции не на один миллиард долларов [23]. Да, именно «программ», во множественном числе. Когда одного пакета спасательных операций оказывалось недостаточно, принимались очередные меры. И все же к 2012 году в европейской антикризисной кормушке оказались Ирландия, Португалия, Испания. А в 2013 году Кипр, в чьих банках хранилось множество греческих облигаций, тоже нуждался в спасении.

---

\* Разница между тем, что государство за год потратило, и тем, что получило в форме доходов.

Во-вторых, каждая операция по спасению налагала на нуждавшиеся в помощи страны довольно обременительные обязательства. И в этом была своя логика: антикризисные пакеты были призваны устранить главные слабые стороны экономики, из-за которых у периферийных стран Европы начались проблемы, в частности непомерный дефицит государственного бюджета и неэффективность частного сектора. Например, по рейтингу Всемирного банка, Испания на момент обращения за помощью занимала по такому критерию, как простота основания нового бизнеса, 133-е место в мире, следуя сразу за Кенией [24]. Греция была вынуждена заморозить зарплаты бюджетников, повысить налоги и пенсионный возраст, сократить расходы и тому подобное. При этом для получения следующего пакета помощи ей приходилось идти на все новые крайне непопулярные меры. Недаром жертвы, принесенные Грецией и другими странами Евросоюза, получили обобщающее название (довольно точное) — «жесткая экономия».

В-третьих, выражаясь образно, члены еврозоны пытались достроить лодку, уже отправившись на ней в плавание. Ими создавались новые институты, в том числе Европейская служба банковского надзора, призванная координировать работу национальных регулирующих органов. Старые институты, в частности Европейский центральный банк, начали выполнять новые функции. В 2012 году тогдашний президент ЕЦБ Марио Драги дал свое знаменитое обещание сделать «все, что потребуется», чтобы защитить евро, включая масштабную покупку облигаций, эмитированных проблемными государствами еврозоны [25]. Это ознаменовало весьма существенный отход от концепции того центрального банка, чья первоначальная миссия узко определялась как обеспечение ценовой стабильности.

Неудивительно, что избиратели на всем континенте люто возненавидели эти антикризисные меры — *избиратели платят за них, и избиратели же от них страдают*. С точки зрения ответственных европейских стран, особенно Германии, спасение безрассудных и расточительных соседей не должно было стать частью евроделки. Немцы не слишком сочувственно относятся к жертвам, которые приходится приносить другим странам из-за режима жесткой экономии, отчасти, очевидно, потому, что в свое время сами прошли через аналогичные страдания. Чтобы оставаться конкурентоспособной на глобальном рынке, воссоединившаяся Германия провела целый ряд весьма болезненных реформ: снизила заработную плату, повысила гибкость рынков труда и свернула многие программы государственных льгот и субсидий [26]. В конечном счете затраты

на рабочую силу в стране уменьшились на 20% по сравнению с остальной частью ЕС, но случилось это только после того, как безработица достигла своего пика в 12% [27]. «Так почему бы и Греции, Испании и Португалии не сделать то же самое?» — небезосновательно рассуждали немцы.

Впрочем, как бы создавшаяся ситуация ни раздражала Германию, те, кому она оказывала помощь, злились еще больше. Жесткая экономия никому не нравится. Поэтому, собственно, ее так и называют. *New York Times* писала: «Сокращение расходов привело к тому, что, по мнению многих греков, является гуманитарным кризисом. Двадцать пять процентов населения страны стали безработными, ВВП Греции сократился на четверть, существенно выросли показатели числа самоубийств и количества бездомных, недофинансированные больницы запрашивают лекарственные препараты» [28]. К концу 2014 года безработица среди молодежи в Италии и Испании составляла свыше 40% [29]. Одна из немногих книг, которые в тот период продавались в Португалии лучше, чем знаменитая «Пятьдесят оттенков серого», называлась «Почему нам следует выйти из Евросоюза» [30].

Но, как бы жестоко и парадоксально это ни звучало, все эти огромные жертвы не дали ожидаемого результата. Когда страны сокращают бюджеты, пенсионные выплаты и заработные платы, экономика сжимается, и государству становится труднее выплачивать свои долги. Пол Кругман в статье под весьма красноречивым названием «Можно ли спасти Европу?», вышедшей в 2011 году, поясняет: «Даже когда странам удается снизить заработную плату, что в данное время наблюдается во всех государствах еврокризиса, они сталкиваются с другой проблемой: их доходы уменьшаются, а задолженности — нет» [31]. Действительно, государственные расходы в проблемных странах резко сократились, но и доходы снизились почти так же существенно. Например, задолженность Греции в процентах от ВВП вообще фактически увеличилась — не потому, что числитель (долг) вырос, а потому, что уменьшился знаменатель (ВВП). (Вы немного подумайте об этом, я подожду...)

Между тем страны, не вошедшие в свое время в еврозону, ехидно твердили: «А что мы говорили!» Удачным примером является Исландия. В 2008 году страна пережила сильнейший коллапс банковской системы. Но ей удалось исправить положение, в значительной степени благодаря сильной девальвации национальной валюты — исландской кроны. Цены в стране упали на 40% по сравнению с ее торговыми партнерами, восстановив конкурентоспособность Исландии и возродив экономику. Все дело в том, что Исландия имела возможность проводить

собственную кредитно-денежную политику с учетом конкретных потребностей отечественной экономики [32]. Евро же очень сильно смахивал на золотой стандарт. Иными словами, в плохие времена единая валюта стала чем-то ужасным — совсем как непослушная маленькая леди из стишка в начале главы.

## Прошла любовь, завяли помидоры

В 2015 году на выборах в Греции победила коалиция левых сил, так называемая Syriza, известная своим острым неприятием политики жесткой экономики. Негативное отношение греков к «евроиздевательству» во всей красе воплотилось в имидже нового греческого министра финансов, Янниса Варуфакиса: в его бритой голове, ярких рубашках (без галстука!), кожаных куртках и мотоцикле (с удушливыми выхлопами). Министры финансов обычно так не выглядят. В других странах Европы о Варуфакисе говорили, что он больше похож на «завсегдатая ночных клубов» и «продавца подержанных автомобилей». И его действия тоже не напоминали поступки типичного министра финансов. Например, в ходе пресс-конференции после официальной встречи с министром финансов Германии Вольфгангом Шойбле чиновники обменялись следующими колкостями:

Шойбле: «Мы договорились о том, что ни о чем не договорились».

Варуфакис: «А как по мне, мы даже не договорились о том, что ни о чем не договорились» [33].

Очевидно, что перспективы у подобных отношений не слишком оптимистические. Греция, не сумевшая вовремя расплатиться с нависшим над ней долгом, не желала идти на новые, дополнительные компромиссы, на которые страну толкала все та же группа кредиторов — чтобы потом в очередной раз спасти ее. Официальные представители МВФ в кулуарах описывали Грецию как «самую нерадивую страну», с которой этой организации приходилось иметь дело за всю ее семидесятилетнюю историю [34]. Впрочем, встречалась риторика и пожестче. Закончилось все летом 2015 года, когда очередная операция по спасению Греции положила конец худшему из кризисов и предотвратила риск распространения заразы по всей еврозоне. И все же ответов на фундаментальные вопросы как не было, так и нет. Могут ли столь непохожие страны, как Греция и Германия, сосуществовать в валютном союзе? И если да, то как Греции повысить конкурентоспособность своей экономики, будучи стреноженной смирительной рубашкой евро?

В ближайшие годы, а может, и месяцы судьба евро будет окончательно решена, что, без сомнения, существенно отразится на глобальной экономике. Возможно, странам — членам еврозоны удастся отладить и укрепить свой союз, воспользовавшись недавним кризисом как благоприятной возможностью изменить структуру отношений. Ряд реформ уже проведен. А может, Grexit все-таки состоится, и Греция (наряду с другими проблемными странами) откажется от евро со всеми вытекающими отсюда негативными последствиями. Евро в Греции начнет обмениваться на другую валюту — предположительно, на драхмы. Греки объявят дефолт по некоторой части своих долгов в евро и начнут все заново с валютой, которая будет резко обесцениваться по сравнению с евро. Вот, например, вы, будь у вас выбор, какую предпочли бы валюту — греческую или немецкую?

Определенное подмножество северных европейских стран (Франция, Германия и другие) тоже могут отказаться от евро и вернуться к собственной национальной валюте. Но это приведет практически к аналогичным базовым проблемам и негативным последствиям, хотя на этот раз дом покидал бы другой супруг. Образно говоря, ссоры по поводу раздела детей и дачи были бы все те же. Во многих отношениях различия оказались бы минимальными, так как в результате такого раскола мы в обоих случаях получили бы одну сильную европейскую валюту и одну более слабую. В этом-то и состоит основная проблема разрыва отношений. Даже намек на развод в зоне евро приведет к массовому бегству капитала — разновидности банковской паники, — поскольку каждый держатель депозита в евро в Греции или Португалии бросится переводить его в Германию, чтобы при разводе получить более ценную валюту. Чтобы это предотвратить, людям, ответственным за политические решения, придется ввести контроль движения капитала, который ограничивает его перемещение в страну или из страны, и, возможно, даже установить кратковременные ограничения на доступ владельцев банковских счетов к их средствам. А тем временем все дружно начнут судиться друг с другом, ведь это поистине непаханое правовое поле. Economist в разгар кризиса писал: «Подобно Франкенштейну, они [страны — основатели еврозоны] бросили природе вызов и создали монстра. Ужас этой истории отчасти заключается в том, что затраты на возврат к национальным валютам будут больше, чем на сохранение евро» [35].

Пол Кругман точно формулирует две трагедии, приведшие к этой ситуации. Во-первых, евро сегодня является примером добрых намерений, которые во многом обернулись злом. И во-вторых, многие признаки проблем — на самом деле фундаментальные экономические принципы — присутствовали изначально. Кругман пишет: «Трагедия евроразброда заключается в том, что создание евро должно было стать наивысшим и наилучшим моментом большого и благородного начинания — продолжавшихся не одно поколение усилий, нацеленных на то, чтобы принести мир, демократию и всеобщее процветание на континент, неоднократно и часто разрушаемый войнами. Но архитекторы евро, увлеченные романтикой и преимуществами своего проекта, решили проигнорировать банальные трудности, с которыми предсказуемо предстояло столкнуться единой валюте, то есть изначально существовавшие сигналы-предупреждения о том, что в Европе нет институтов, без которых единая валюта не может эффективно работать» [36].

Конечно, время покажет, был ли евро решительным шагом вперед в кредитно-денежной политике или неудачным экспериментом. До сих пор он проявляет качества и того и другого. Использование единой валюты разными странами — задача, безусловно, непростая. Но вот что странно: *не использовать единую валюту тоже трудно*. Например, сегодня это является одним из главных источников трений между США и Китаем.

Китайцы субсидируют американский образ жизни. Выходит, мы делаем из них идиотов... или они из нас?

*Джеймс Фаллоус, Atlantic, 2008 год*

Американская и китайская экономики — две крупнейшие в мире и, соответственно, наиболее быстрорастущие — неразрывно переплелись между собой, оказавшись в своего рода взаимозависимости, которую ни одна из сторон не считает очень уж позитивной, но которую ни одна из них в данный момент не способна разорвать\* [1].

*Washington Post,  
2009 год*

В ноябре 2009 года президент Обама совершил первую официальную поездку в Китай. За несколько месяцев до этого события New York Times сообщила, что китайские чиновники интересуются у своих американских коллег деталями нового законодательства в области здравоохранения, которому со временем суждено было стать Законом о доступном медицинском обслуживании (или Обамасаре). Очевидно, что Обамасаре никак не мог повлиять на систему здравоохранения в Китае, почему же китайских чиновников заботили нюансы того, как этот закон пробивал свой путь в Конгрессе? Существует несколько возможных объяснений.

Первое состоит в том, что китайские чиновники изучали американскую реформу здравоохранения, чтобы было о чем вести разговор с президентом Обамой по его прибытии в Пекин. Любой хороший хозяин, как

---

\* Эти слова были написаны в 2009 году, накануне первого официального визита президента Обамы в Китай.



известно, старается побольше узнать об интересах гостя, а затем уводит разговор в этом направлении. Например, во время милой дружеской беседы на дипломатическом банкете отлично проинформированный китайский чиновник мог сказать нечто вроде: «Я был впечатлен стимулами для организаций здравоохранения на уровне общин, призывающими их экономить на использовании оборудования для маммографии, которые описаны в примечании на странице 731 вашего замечательного Закона о здравоохранении». Разве президенту не польстило бы такое внимание к его законодательным инициативам? Вот вам и первый ответ.

Другое потенциальное объяснение заключается в том, что китайских чиновников действительно на очень глубоком профессиональном уровне интересовали вопросы структуры здравоохранения. Чем, например, частная система, основанная на личном страховании, хуже или лучше с точки зрения доступности и стоимости по сравнению с системой единого плательщика, используемой в Канаде и Великобритании? Такие вопросы мои коллеги-экономисты часто обсуждают за обедом (добровольно и с большим энтузиазмом). Здравоохранение — сложнейшая часть государственной политики как в США, так и во всем мире. Проект нового закона был сложным, уникальным и в корне преобразующим прежнюю систему. Разве может серьезный политический деятель не заинтересоваться его деталями? Так что, возможно, китайцев просто привлекали политические нюансы системы здравоохранения, точно так же, как многих моих коллег.

Но нет. Оказывается, ни одно из этих объяснений даже не близко к правильному ответу. Реформа американского здравоохранения интересовала китайских чиновников по той же самой причине, по которой банк — собственник ипотеки на ваш дом, загородный домик и две машины непременно заинтересовался бы сорокасемифутовой яхтой, если бы вы решили ее купить. При этом банк совершенно не волнуют ни яхтинг, ни рыбалка, ни классная капитанская фуражка, которую вы уже купили, чтобы было в чем стоять у штурвала. *Банк хочет знать, сможете ли вы расплатиться по кредитам, особенно после того, как выложите за очень дорогую покупку кругленькую сумму.* New York Times, описывая брифинг по вопросам здравоохранения в Пекине, давала такое объяснение: «Китайские чиновники ожидают, что им придется помогать в финансировании любого решения Конгресса и Белого дома в основном за счет покупки казначейских

долговых обязательств, и, как любой банкир, они хотели получить доказательства того, что у США есть план по возврату этих средств» [2].

На момент первого посещения Обамой Китай владел примерно 800 миллиардами долларов в казначейских долговых обязательствах США. Сегодня эта сумма приближается к 1,3 триллиона долларов. Китай — крупнейший иностранный кредитор американского правительства [3]. А в зависимости от крупного кредитора много весьма существенных недостатков (спросите об этом греческое правительство). Если кто-то регулярно дает вам в долг, он может использовать это финансирование в качестве рычага давления. Например, разве американская зависимость от китайского кредитования не может быть (теоретически) применена как дипломатическое оружие в областях наших давних разногласий, таких как права человека на Тайване или контроль над Южно-Китайским морем? Впрочем, как однажды заметил Джон Мейнард Кейнс, «если вы должны своему менеджеру в банке тысячу фунтов, вы в его милости. Если вы должны ему миллион фунтов, он в вашей милости». А если вы должны ему 1,3 триллиона долларов, так он практически ваш пленный, о чем и заявляли некоторые китайские чиновники [4]. Америка может зависеть от Китая в плане новых кредитов, но и Китай зависит от Америки, которая *задолжала ему свыше триллиона долларов\**. В 2013 году, когда Конгресс уперся в бюджетный тупик и республиканцы угрожали не поднимать потолок госдолга, что технически могло привести к дефолту по ряду государственных задолженностей США, китайское правительство отреагировало чрезвычайно резко. Заявление, опубликованное тогда официальным национальным информационным агентством Xinhua, звучало так, будто его составлял истеричный подросток. В нем содержался призыв к замене доллара в качестве мировой резервной валюты (необязательно на юань — на что угодно!) и «деамериканизации мира». Тогдашний заголовок New York Times описывает более широкую картину событий: «Увидевший угрозу своим деньгам Китай “наезжает” на США» [5].

---

\* Кстати, с технической точки зрения этот долг, возможно, и не придется возвращать. Существует множество причин, по которым китайское правительство может предпочесть держать большое количество процентных ценных бумаг США, которые будут погашаться в конце срока путем выпуска новых ценных бумаг. Главная идея остается прежней: китайское правительство не хочет, чтобы стоимость его американских облигаций значительно снизилась из-за дефолта, угрозы дефолта или инфляции.

Две страны сцепились в странных объятиях, оказались заблокированы в нездоровой взаимозависимости, описанной в цитате в начале главы. Для Китая характерно огромное активное сальдо торгового баланса, страна продавала на мировом рынке намного больше, чем покупала. А Соединенные Штаты Америки — крупнейший рынок для китайского экспорта, в результате чего китайские компании накопили огромные запасы американских долларов [6]. Если бы эти доллары тратились в основном на американские товары и услуги, продолжать эту главу не было бы смысла. В этом случае китайский экспорт в США был бы приблизительно равен американскому экспорту в Китай. В сущности, именно так работает торговля: происходит равноценный обмен тем, что имеет примерно эквивалентную стоимость. В итоге выигрывают обе стороны, потому что предпочитают то, что получают, тому, что отдают. Просто как дети в школьной столовой: чипсы обмениваются на шоколадное печенье — и все расходится, довольно улыбаясь\*.

Но американско-китайские торговые отношения не сбалансированны; китайский экспорт в Америку не компенсируется экспортом через Тихий океан в обратном направлении. По сути, в данном случае дал сбой обычный механизм, смягчающий торговые дисбалансы. В нормальных условиях китайские компании, накопившие излишки долларов, конвертировали бы их в юани и тратили на родине. Если в Китае хронический профицит торгового баланса — страна продает в Америку больше товаров, чем Америка в Китай, — то на валютном рынке намного больше компаний, которые хотят продавать доллары за юани, чем наоборот. А что происходит, когда у мясника больше свиных отбивных, чем нужно его клиентам? Он снижает цену до тех пор, пока потребители, привлеченные выгодой, не раскупят все мясо в холодильнике. В случае с американско-китайскими торговыми отношениями роль отбивных играют излишки долларовой массы. Таким образом, фирмы, продающие доллары за юани, снижают свои цены до тех пор, пока у них не заберут весь товар. А ценой в данном случае, понятно, является обменный курс доллара на юань. Это, по сути, самокорректирующий механизм. По мере удешевления доллара по отношению к юаню американский экспорт в Китай тоже становится дешевле; китайский же экспорт

---

\* Да, я понимаю, что ребенок с аллергией на шоколад в итоге улыбаясь не будет: от съеденного шоколадного печенья у него случится анафилактический шок, и он угодит в больницу. Но для простоты остановимся на этом.

в США, напротив, дорожает, и это изменение относительных цен автоматически исправляет исходный торговый дисбаланс. Как мы уже говорили, плавающие обменные курсы наделены потенциалом корректировать торговые дисбалансы.

Я использую такие словосочетания, как «в нормальных условиях» и «плавающие обменные курсы», но торговые отношения США и Китая нормальными не назовешь, и китайский юань не плавает. На протяжении нескольких последних десятилетий в торговле США и Китая последовательно сохраняется активное сальдо текущего платежного баланса. (Текущий платежный баланс состоит из торгового баланса и некоторых других потоков средств между странами, таких как денежные переводы и доходы от иностранных инвестиций.) Несмотря на многолетние односторонние торговые отношения, юань не укрепился в стоимости относительно доллара настолько резко, как должен был бы, по мнению некоторых наблюдателей. (Очень скоро я к ним вернусь, в том числе к некоторым очень сердитым конгрессменам.) Вместо этого политика китайского правительства в течение последних двадцати лет заключалась в так называемой переброске накопленных долларов обратно в США посредством покупки казначейских ценных бумаг — по сути дела, путем повторного одалживания долларов Америке. Одна из явных целей такой политики — предотвратить рост стоимости юаня темпами, какими он дорожал бы в противном случае по той причине, что доллары, заработанные в Америке, не конвертировались бы обратно в юань. Кроме того, казначейские облигации США во всем мире считаются относительно безопасным местом хранения огромных сумм накопленного капитала. Китайское правительство может ругать американских политиков за расточительность, но если вы внимательно прочли две предыдущие главы, то знаете, что ни иена, ни евро удачной заменой доллару считаться не могут.

Надо сказать, многое в описанной выше структуре американо-китайских торговых отношений вполне устраивает обе страны — *в краткосрочной перспективе*. Дешевый юань помог Китаю реализовать надежную стратегию экономического роста, стимулируемую за счет экспорта. Для такой сравнительно бедной страны, как Китай, один из проверенных способов стать богаче — воспользоваться преимуществами дешевого труда, производя товары для экспорта в более богатые страны. Этот путь прошла Япония после Второй мировой войны. Этой же стратегией объясняется

и экономический успех «азиатских тигров»: Сингапура, Южной Кореи, Тайваня и Гонконга. Один из верных способов увеличить и укрепить экспортный сектор экономики — сохранять свою валюту недооцененной или по крайней мере не давать ей значительно повышаться в стоимости. Помните, что дешевая национальная валюта сродни скидочному купону для остальной части мира, желающей купить ваши товары. Чем дешевле валюта, тем больше такая скидка.

И американские потребители с удовольствием этой скидкой пользуются. Если на вещи написано «Сделано в Китае» и вы купили ее за доллары, знаете, что благодаря слабому юаню (и относительно сильному доллару) ваша зарплата стала несколько привлекательнее. *Но это еще не все!* Из-за того, что Китай в огромных объемах скупает казначейские обязательства США, процентные ставки в Америке снизились. Как практически все в нашей жизни, цены на облигации диктует закон спроса и предложения. Когда спрос большой — то есть Китай ежемесячно покупает казначейские ценные бумаги на миллиарды долларов, — Казначейство США может предложить более низкую процентную ставку. В результате американское правительство получает возможность дешевле заимствовать средства, а американские потребители наслаждаются более низкими процентными ставками. Ничто не описывает современную Америку лучше, чем дешевые товары и легкий доступ к кредитам для их покупки.

Так в чем же проблема? В неустойчивости этих взаимоотношений в долгосрочной перспективе. Китай поддерживает свой экспортный рынок, предоставляя клиентам огромные займы. Это привело не только к стабильному накоплению американского государственного долга, за которым сегодня с опасением наблюдают китайские чиновники, но и к искусственно дешевому юаню, искажающему отечественную экономику Китая. Доллары, перебрасываемые обратно в США, могли бы быть инвестированы внутри страны с большей пользой — в инфраструктуру, школы и здравоохранение. Экономика, рост которой базируется на экспорте, в конечном счете не может не перейти на производство товаров для внутреннего рынка, но этот процесс отнюдь не стимулируют скрытые субсидии, предоставляемые экспортерам из-за заниженной стоимости национальной валюты. Поэтому-то политики всего мира неоднократно настоятельно рекомендовали Китаю проводить стратегию «более сбалансированного экономического роста».

США же, со своей стороны, в буквальном смысле слова живут не по средствам, покупая у остального мира больше, чем продают, и оплачивая эту разницу заемными деньгами. Природа такой ситуации неустойчива. В какой-то момент, начав опасаться невозврата денег, кредиторы прекращают кредитование. Как отмечают многие комментаторы, Китай живет хуже, чем мог бы, а Америка лучше, чем должна. Николас Ларди, эксперт-китаист из Института мировой экономики Петерсона, сравнивает взаимоотношения этих стран с отношениями между наркоманом и наркоторговцем: «Американцы подседали на дешевые товары и дешевые деньги, а у Китая выработалась явная зависимость от доходов от продажи этих товаров» [7].

Итак, вот к чему мы пришли: дисбалансы США и Китая слились воедино и воплотились в на редкость дисфункциональных взаимоотношениях, симбиотических в краткосрочной перспективе и неустойчивых в долгосрочной. Это позволило экономисту Герберту Стайну сделать следующее знаменитое наблюдение: «Если что-то не может продолжаться вечно, оно непременно прекратится». Джеймс Фоллоус, корреспондент Atlantic, давно следящий за Китаем, развивает идею Стайна: «Как многие другие дисбалансы в экономике, этот не может продолжаться бесконечно, и, следовательно, не будет. Но то, как именно он закончится — внезапно или постепенно, по предсказуемым причинам или в результате паники, — в ближайшие несколько лет будет иметь огромное значение для американской и китайской экономик, как и для сторонних наблюдателей в Европе и других регионах мира» [8].

## **Это так странно**

А теперь давайте сделаем шаг назад и подробнее изучим специфику экономических отношений Америки и Китая. Начнем с того, что бедные и быстроразвивающиеся страны обычно не одалживают огромные суммы богатым и зрелым. Как отметил экономист и бывший президент Гарвардского университета Ларри Саммерс, «со стороны это выглядит, мягко говоря, странно» [9]. *И теория, и история свидетельствуют о том, что капитал должен течь в противоположном направлении: богатые страны накапливают излишки и дают их займы развивающимся странам, где предельный доход от инвестиций, скорее всего, будет выше, чем дома. Строительство новой дороги, порта или завода, как правило, более эффективно (и, следовательно, приносит инвестору большую потенциальную прибыль) там, где дорог, портов и заводов меньше, чем в такой развитой стране, как США. Именно*

по этой причине капитал в XIX веке тек из остального мира в США. Но что-бы из Китая в США, да еще в XXI веке? Фаллоус указывает на то, что, несмотря на всеобщие восторги по поводу потрясающей эффективности китайских инвестиций, в стране найдется немало мест, особенно за пределами крупных городов, где улучшение базовой инфраструктуры могло бы существенно сказаться на качестве жизни и будущей производительности труда граждан. Он, в частности, пишет: «Лучше оборудованные школы, более масштабные парки, более качественное здравоохранение, лучшая система канализации в крупных городах — да что угодно, если это тем или иным образом не связано с экспортным сектором экономики, Китай этого не получает или как минимум недополучает» [10].

Кроме того, в Китае установлена аномально высокая национальная норма сбережений — около 50%. Акт сбережения средств подразумевает, что доллар, потраченный в будущем (включая начисленные проценты), обеспечит большую ценность (или удовлетворение, или счастье), нежели доллар, потраченный сегодня. Довольно странная установка, учитывая, что многие семьи в Китае по-прежнему относительно бедны. Да, страна быстро растет, но стартовать ей пришлось с очень низкой базы. ВВП на душу населения (измеряется с использованием обменного курса, основанного на паритете покупательной способности) до сих пор составляет всего около 13 тысяч долларов. И это в среднем, то есть сотни миллионов людей живут намного беднее. Из-за отсутствия развитой системы социальной защиты (например, государственной системы медицинской помощи) бедные семьи обычно стараются как можно больше откладывать, что называется, на черный день (когда их дома буквально стирают с лица земли). И все же 50 центов с каждого заработанного доллара — явный акт самоотречения, особенно в стране, где не удовлетворяются многие основные человеческие потребности.

Не менее странно и то, что в США норма сбережений на удивление низкая, что порождает потребность в крупных чистых заимствованиях за рубежом. Личные сбережения американцев уменьшились в среднем с 7% от ВВП в 1960-х, 1970-х и 1980-х годах, до 4,5% в 1990-х и 1,1% в 2000-е годы. Государственные сбережения в 2000-е вообще были отрицательными (по причине хронического дефицита) [11]. Америка, страна с ВВП на душу населения 55 тысяч долларов [12], не располагает достаточными денежными средствами, чтобы в полной мере финансировать свое потребление

и инвестиции\*. Таким образом, будет не слишком нелепым преувеличением сказать, что Китай (бедная страна) отказывает себе в удовлетворении некоторых базовых потребностей ради того, чтобы Америка (очень богатая страна) могла купить себе то, *что не может себе позволить, но уже не может и не иметь*, образно выражаясь.

И я вовсе не утверждаю, что ответственность за своеобразное решение относительно сбережений ложится на отдельные китайские компании и домохозяйства. Одним из характерных признаков недемократической, жестко управляемой экономики Китая является то, что правительство волевой рукой распределяет капитал. Точнее говоря, компании, накапливающие долларовые доходы от экспортных продаж, обязаны в итоге сдавать их в центральный банк, Народный банк Китая, по курсу, установленному правительством. В отличие от США и других открытых экономик мира, эти компании не имеют возможности тратить или инвестировать заработанные доллары по своему усмотрению. Вся валюта отправляется в Народный банк. В действительности эта процедура еще причудливее, чем я описал, но главная идея в том, что китайские экспортные доходы «перерабатываются» в долларовые казначейские ценные бумаги в результате четко определенной государственной политики, а вовсе не потому, что многие субъекты экономической деятельности независимо друг от друга решили инвестировать в Америку долларовые излишки. Как отметил один из комментаторов, «ни один рядовой китаец не принимал решения отправлять в Америку такую кучу денег» [13].

Справедливости ради скажу, что благодаря политике китайского правительства была создана огромная сила, сумевшая за одно-единственное поколение вытащить из бедности беспрецедентное число людей. Китайцы настаивают, что в результате соглашения «Плаза», заключенного в 1985 году, Японию вынудили позволить иене резко подорожать, что в итоге привело к пузырю и экономической стагнации [14]. МВФ очень старался опровергнуть это обвинение, но без видимого успеха [15]. А финансовый кризис 2008 года только углубил китайский скептицизм по поводу того, что свободно перемещающийся капитал и плавающие обменные курсы работают в современной экономике без сучка, без задоринки.

---

\* Национальные сбережения складываются из сбережений (или отсутствия таковых) государства, домохозяйств и компаний. Для вычисления чистых национальных сбережений из этой цифры вычитается амортизация существующего капитала — например, износ зданий и компьютеров, которые с каждым годом обесцениваются.



В 2010 году тогдашний премьер Госсовета КНР Вэнь Цзябао отстаивал политику обменного курса своей страны: «Если юань не будет стабильным, это станет бедствием и для Китая, и для всего мира. Если мы укрепим юань на 20 или 40%, к чему нас некоторые призывают, многие наши заводы закроются и общество погрязнет в смуте и беспорядках» [16]. Ну да, согласен, это никуда не годится.

## Манипуляторов никто не любит

Китайский юань не плавает. Когда китайское правительство покупает огромное количество казначейских ценных бумаг США, одна из конкретных целей накопления долларовых активов заключается в управлении обменным курсом юаня по отношению к доллару — чтобы юань по сравнению с ним значительно не укреплялся и не обесценивался. Такая грубая привязка к доллару очень важна для здоровья китайского экспортного сектора, который, в свою очередь, считается основным фактором роста благосостояния населения. Как объясняет Артур Кребер, китаист из Брукингского института, «китайские лидеры заметили, что все без исключения страны, вырвавшиеся в эпоху индустриализации из бедности, сделали это за счет роста экспортного сектора экономики. Вот они и управляют обменным курсом в основном в пользу экспорта так же, как другими рынками и ценами в отечественной экономике с упором на удовлетворение целей развития, например создания базовых отраслей промышленности и инфраструктуры» [17]. Эта стратегия до сих пор работает так же, как в Великобритании в XIX веке и в США в XX. Эти две страны, как указывает Кребер, стали главными пропагандистами свободной торговли, *после того* как «их компании оказались в безопасности, достигнув статуса глобального технологического лидерства, и потребность в защите ослабла». Обменный курс — один из инструментов более масштабной стратегии развития [18]. И его резкие колебания поставили бы ее под угрозу, что, опять же, может легко привести к политической нестабильности. Как вы помните, в Китае не проводятся настоящие выборы, так что легитимность правительства страны во многом зависит от того, обеспечивает ли оно устойчивый экономический рост и повышение уровня жизни населения.

Между тем на другом берегу Тихого океана, где проводятся настоящие выборы, американские политики почем зря поносят «нечестную» торговую практику Китая. Сенатор Дебби Стэйбнау, представитель демократов

от штата Мичиган, сказала во время выступления в Сенате: «Торговый барьер номер один, используемый странами Азии, — это валютные манипуляции». В 2015 году Стэйбнау и сенатор Роб Портман, республиканец из Огайо, стали соавторами поправки к закону о Транс-Тихоокеанском партнерстве (торговое соглашение двенадцати наций\*), которая была призвана обязать участников торговых переговоров включать при заключении соглашения правила, устраняющие возможность манипуляций с валютой. В результате закрытого голосования поправка провалилась (48 голосов против 51). Администрация Обамы выступила против нее, как и лидер республиканского большинства Митч Макконнелл, — на том основании, что правила, направленные против манипуляций с валютой, усложнят ведение переговоров и, соответственно, будут препятствовать заключению успешных торговых соглашений. И все же 48 голосов в Сенате — весьма мощный призыв к обсуждению проблемы валютных манипуляций. Дешевый юань (или любую другую недооцененную валюту) можно считать эквивалентом субсидии, предоставляемой экспортерам, — так, как в случае, если бы иностранное правительство забирало себе часть стоимости с каждого тостера, купленного американцем в Wal-Mart. Многие политики воспринимают это как кражу прибыли у американских компаний, отъем рабочих мест у американских рабочих и вклад в хронический дефицит счета текущих операций США. Неслучайно сенаторы Стэйбнау и Портман родом из Мичигана и Огайо — двух штатов, производственная сфера которых особенно сильно пострадала в результате конкуренции с азиатскими соперниками [19].

С точки зрения критиков Китая, свободная торговля базируется на справедливой торговле, а справедливая торговля подразумевает валюту, которая не обесценивается искусственно до значения ниже ее истинной стоимости. Следует отметить, что проблему недооцененного юаня поднимают не только торговые партнеры Китая. Международный валютный фонд выразил озабоченность по поводу «дисбалансов», порождаемых американо-китайскими торговыми отношениями, увидев в них потенциальный источник нестабильности для мировой финансовой системы. Статьи соглашения о МВФ напрямую запрещают манипуляции с валютой ради получения «несправедливого конкурентного преимущества», хотя МВФ еще ни разу не обвинил ни одну страну в этом проступке и не обременен никакой значимой исполнительной

---

\* Китай не подписывал этого соглашения.

властью на случай, если бы он это сделал. Но даже если отбросить в сторону правила, главное предназначение цен в рыночной экономике состоит в передаче рынку важной информации, поэтому, когда цены «неправильные», они посылают неправильные сигналы и искажают решения как в Китае, так и во всем мире.

Конечно, одно дело — назвать национальную валюту недооцененной, и совсем другое — объявить Китай валютным манипулятором. Да, значительную часть прошедшего двадцатилетия это базирующееся на косвенных доказательствах обвинение было довольно обоснованным. Кредитно-денежная политика Китая все это время походила на человека, стоящего рядом с местом преступления с украденным кошельком в руках. Картина и правда не слишком привлекательная: постоянное вмешательство в работу валютных рынков, стабильное накопление долларовой массы, национальная валюта, которая выглядит дешевой при оценке на основе ППС. В 2010 году Economist, составив ежегодный рейтинг по индексу Big Mac, провозгласил, что заниженный обменный курс — это еще не бесплатный обед, но в Китае действительно «можно дешево пообедать». По обменному курсу доллара на юань на тот момент гамбургер Big Mac в Пекине обходился покупателю в сумму, эквивалентную 2,18 доллара при средней стоимости в США 3,71 доллара [20].

Однако, как вы помните из главы 6, с экономической точки зрения абсолютно правильного обменного курса просто не существует. В 2005 году экономисты МВФ проанализировали широкий спектр исследований в надежде установить, не объясняются ли успехи Китая в сфере торговли искусственно дешевым юанем. Но ответить на вопрос так и не смогли. Различные исследования, проведенные в разное время и с применением разных методик, давали совершенно разные оценки степени недооцененности юаня — от нуля до 50% [21]. А этого явно недостаточно для выдвижения обоснованного обвинения в манипуляциях с валютой.

Во время слушаний по случаю утверждения его на пост министра финансов Тим Гейтнер письменно отвечал на вопросы сенаторов. В ответе на вопрос сенатора от штата Нью-Йорк Чарльза Шумера, неутомимого критика валютной политики Китая, было использовано почти что бранное слово на букву «м»: «Президент Обама — и в этом его поддерживают многие экономисты — считает, что Китай манипулирует своей валютой». Однако администрация президента быстро пошла на попятную, заявив, что такая оценка

сформулирована штатным сотрудником среднего звена и не отражает истинного мнения господина Гейтнера [22].

Совсем недавно исследовательский центр IGM Школы бизнеса имени Бута попросил разнообразную в идеологическом плане группу известных экономистов дать оценку следующему заявлению: «Экономический анализ позволяет определить, используют ли страны свои валютные курсы в интересах собственного народа за счет интересов своих торговых партнеров». Преобладал ответ «не могу решить» (37%), а остальные респонденты разделились почти поровну, выбрав вариант «согласен» (30%) либо «не согласен» (34%). Но никто не ответил ни «абсолютно согласен», ни «категорически не согласен» [23]. Этой же группе задали еще один вопрос, взаимосвязанный с первым и, возможно, даже более важный с точки зрения политики: действительно ли валютные махинации наносят вред американцам? В частности, экспертов попросили согласиться либо не согласиться со следующим утверждением: «Кредитно-денежная политика Банка Японии, способствующая ослаблению иены, как правило, вредит американцам». Да, речь шла об иене, а не о юане, но основная идея та же. Большинство экспертов не согласились с данным утверждением (54%), а 36% не смогли решить. И только 9% были полностью согласны с тем, что иена обесценивается за счет американцев (в целом) [24].

А вот когда экономистов в 2012 году спросили: «Согласны ли вы с тем, что торговля с Китаем выгодна для большинства американцев?» — этот вопрос косвенно предполагал дешевый юань, — все 100% выбрали либо вариант «согласен», либо «полностью согласен» [25]. Конечно, Toyota в свое время увела у Ford некоторую долю клиентов... зато любой американец, отправляясь сегодня в дилерский салон Toyota, может рассчитывать на более выгодную сделку.

### **Действительно ли все так плохо?**

Несколько раньше я сравнил дешевый юань с предоставлением сетью Wal-Mart скидок на все китайские товары. Так что, скорее всего, на континенте гнусных происков в финансовой сфере это далеко не самое ужасное злодеяние. По сути, если американцы могут купить китайский импорт дешевле, потому что доллар относительно силен, значит, у них останется больше денег, которые они потратят в другом месте. А деньги, потраченные в других местах, создают рабочие места! Хотя недооцененная

китайская валюта однозначно не в интересах американских компаний, конкурирующих с китайским экспортом (или пытающихся экспортировать товары в Китай), ее влияние на американскую экономику в целом менее очевидно. Давайте представим, что юань существенно слабее, чем должен быть, исходя из фундаментальных экономических показателей. И что тогда? Опять же, единого мнения в научных кругах нет. Согласно отчету, представленному в 2012 году Институтом мировой экономики Петерсона, США из-за манипуляций с иностранной валютой потеряли от одного до пяти миллионов рабочих мест, и одним из «крупнейших манипуляторов» в отчете назван Китай. Неудивительно, что авторы документа призывают США принять решительные меры в отношении валютных мошенников — например, начать взимать налоги на импорт из провинившихся стран [26].

Напротив, анализ данных за 1980–1990-е годы, проведенный экономистами Федерального резервного банка Нью-Йорка, позволяет сделать вывод, что «колебания валютного курса не оказывают существенного влияния на количество рабочих мест или отработанных часов в Америке». Тем не менее авторы исследования убеждены, что в некоторых отраслях промышленности эти колебания влияют на уровень заработной платы. Причем в отраслях с низким уровнем рентабельности (текстильной и деревообрабатывающей) данный эффект заметнее, чем в отраслях с большими торгово-сбытовыми наценками (например, в производстве реактивных двигателей) [27]. Эдвард Лейзир, экономист из Стэнфордского университета и бывший глава Совета экономических консультантов Джорджа Буша, утверждает, что в последние несколько десятилетий обменный курс доллара на юань крайне скверно выполняет работу по объяснению внешнеторговых потоков. Например, с 1995 по 2005 год он оставался жестко фиксированным (чуть более 8 юаней за доллар), хотя за этот период китайский экспорт в США рос примерно на 20% в год. В 2005 году китайская валюта резко укрепилась — из-за чего китайские товары подорожали примерно на 21%, — но экспорт в Соединенные Штаты Америки по-прежнему увеличивался примерно такими же темпами. Кроме того, за период, в который юань был жестко привязан к доллару (2000–2004 годы), китайская валюта обесценилась по отношению к евро, хотя темпы роста китайского экспорта в обоих регионах оставались примерно теми же, что и прежде. С точки зрения Лейзира, манипуляции китайцев со своей валютой делают

их козлом отпущения за слабые экономические показатели США, которые было бы правильнее объяснить просчетами американской экономической политики, а вовсе не хитростью и коварством банкиров китайского центрального банка [28].

Тем не менее проблема несбалансированности существует — долг Казначейства США Китаю составляет 1,3 триллиона долларов. Это создает для Америки риск, достойный скорее Джеймса Бонда, чем Тима Гейтнера: *финансовый шантаж*. Не угодили ли США в ловушку чрезмерной уязвимости, добровольно став должником своего стратегического соперника? Предположим, США и Китай не придут к соглашению по тем или иным насущным геополитическим вопросам, скажем относительно будущего Тибета, контроля над Южно-Китайским морем или пиратских компакт-дисков американской кантри-поп-исполнительницы Тейлор Свифт, в огромных количествах продающихся на улицах Шанхая. Может ли Пекин получить желаемое, угрожая продать американские государственные облигации и тем самым обрушить нашу экономику? Если бы китайское правительство разом сбросило все американские облигации или даже просто достаточно убедительно пригрозило это сделать, цена на них резко снизилась бы, отправив в штопор всю финансовую систему США. Процентные ставки тут же подскочили бы, и экономика погрузилась бы в глубокую рецессию, если не хуже. Экономист и бывший директор Национального экономического совета Ларри Саммерс назвал это «гармонией финансового террора».

Возможно, Пентагону стоило бы провести военные учения на случай такого финансового шантажа, однако, надо признать, это крайне маловероятный сценарий развития событий, в первую очередь из-за огромного ущерба, который Китай непременно нанесет самому себе, решив таким образом наказать Америку. Дэвид Леонхардт пишет: «Если Китай резко сократит объем закупок казначейских облигаций, их стоимость обвалится, нанеся ущерб китайцам, которые уже скопили их на сотни миллиардов долларов» [29]. В сущности, эксперты, объясняя потенциальную опасность таких действий, взяли на вооружение специальную терминологию ядерного сдерживания времен холодной войны. Тогда специалисты по теории игр утверждали, что мир между США и СССР будет сохраняться до тех пор, пока каждая из сторон будет иметь возможность второго хода, то есть способность нанести мощный ядерный удар даже после *нападения противника*. Логика в том, что ни американцы, ни Советский Союз

не стали бы атаковать первыми, зная наверняка, что будут уничтожены в результате контрудара — отсюда название «взаимно гарантированное уничтожение». Как ни парадоксально, по этой логике все, что может защитить страну от ядерного удара, например система противоракетной защиты, оказывает весьма дестабилизирующее влияние на баланс и, следовательно, на мир между ядерными державами. Как писал Джеймс Фоллоуз, «Китай не может позволить себе прекратить поставлять доллары американцам, потому что в противном случае будут опустошены его собственные долларовые запасы. Пока действует эта логика, система работает. Как только ее действие прекратится, США столкнутся с серьезной проблемой» [30].

Хорошая новость заключается в том, что ни США, ни СССР во время холодной войны так ни разу и не выпустили ни одной ядерной ракеты. Плохая — что взаимно гарантированное уничтожение не исключает вероятности развития кризиса в результате несчастного случая или банального недоразумения. Например, во время холодной войны американцы могли ошибочно принять вспышку радара над Аляской за летящую в их сторону советскую ракету и ответить соответствующим образом. Так же и рынки облигаций очень даже могут сдрейфить, наслушавшись слухов или несдержанных комментариев китайской стороны. Тем более что ни китайское правительство, ни Народный банк Китая не могут похвастаться прозрачностью. Любой намек на то, что Китай намерен выбросить на рынок большие объемы казначейских облигаций США, приведет к панике того же вида, что и массовое изъятие банковских вкладов: все будут стремиться побыстрее продать облигации и только потом начнут думать и задавать вопросы. Итак, констатируем очевидное: любая система, которая безопасна только потому, что альтернативой ей является глобальная катастрофа, должна служить причиной для серьезного беспокойства.

### **Чем же все это закончится?**

Следует отметить, что ситуация постепенно улучшается. Вообще-то в финансовом кризисе трудно найти что-то хорошее, но сокращение дисбаланса между Китаем и США — именно такая вещь. В послекризисные годы американская экономика медленно, но верно набирала силу, а китайская, напротив, столкнулась с рядом проблем (в сравнении с прошлыми достижениями). В то время как ФРС начала поговаривать о повышении процентных ставок, Народный банк Китая вводил новые стимулы. Юань больше

не выглядит недооцененным. Китай отказался от формальной привязки к доллару в 2005 году, и с тех пор юань укрепился по отношению к нему на треть (и еще больше по отношению к другим валютам, учитывая недавнее усиление доллара) [31]. Тем не менее одной из реакций на обвал фондового рынка Китая летом 2015 года стало резкое, сразу на 2%, снижение курса юаня по отношению к доллару: не огромное, конечно, но достаточно большое, чтобы существенно остудить накал старых дебатов.

В 2015 году МВФ объявил, что юань оценен справедливо, хоть и надавал китайцам кучу рекомендаций по политическим вопросам. Так, первый заместитель директора-распорядителя МВФ Дэвид Липтон призвал Китай заняться проблемой экономических дисбалансов, содействовать потреблению, как источнику будущего экономического роста страны, и перейти к более гибкому обменному курсу [32]. Казначейство США отреагировало на это очередным заявлением о «сильной недооцененности» юаня, но использовать бранное слово «манипуляции» поостереглось [33]. Липтон сказал, что в целях получения надежного инструмента для управления своей огромной растущей экономикой Китаю необходимо в ближайшие два-три года решительно нацелиться на переход к плавающим обменным курсам.

Сам факт, что отношения США и Китая улучшились, еще не означает, что денежные проблемы Америки позади. Проще говоря, нам нужно больше экономить и меньше потреблять. Китай должен делать все наоборот. В краткосрочной перспективе эти изменения будут трудными по обе стороны Тихого океана, в долгосрочной — обе страны от них, безусловно, выиграют. Бывшие секретари Казначейства США Хэнк Полсон и Роберт Рубин, республиканец и демократ соответственно, написали в 2015 году статью, в которой призывали оба государства «действовать с учетом взаимной экономической критики» [34]. Иными словами, по их мнению, обе страны выписывают друг другу совершенно правильные рецепты. США необходимо привести в порядок финансовую систему — и не только потому, что китайское правительство сильно обеспокоено затратами на программу Obamacare. Учитывая предполагаемые расходы на причитающиеся по праву выплаты (в рамках программ социального и медицинского страхования для стареющего населения), большой и неуклонно растущий долг Америки очевидно непосилен и разрушителен, к тому же несправедлив по отношению к будущему поколению американцев и потенциально



носит дестабилизирующий характер (в случае, если инвесторы засомневаются в кредитоспособности США).

Китаю же необходимо перебалансировать экономику, отказавшись от сильной зависимости от экспорта в пользу увеличения производства для внутреннего рынка. Китайские чиновники в перспективе видят юань как мировую резервную валюту, частично или полностью вытеснившую в этом качестве доллар. Это неотъемлемая часть пылкой риторики вокруг идеи «деамериканизации мира». А чтобы сделать юань привлекательнее, китайская кредитно-денежная политика — и экономика в целом — должна быть более прозрачной, более открытой для международных потоков капитала и в меньшей степени подверженной манипуляциям правительства. Как ни парадоксально, все это хорошо и для экономических отношений с Америкой, и для глобальной финансовой системы в целом.

Обе страны выигрывают от активной торговли через Тихий океан. Одним из убедительных аргументов в пользу разрешения американо-китайского спора по поводу стоимости юаня — кроме чисто экономических соображений — является то, что недружелюбные отношения, обусловленные манипуляциями с валютой, могут побудить Конгресс США принять соответствующие протекционистские законы. В то же время всем развитым экономикам мира следует проанализировать, выполняет ли нынешняя глобальная финансовая архитектура — или после прекращения действия Бреттон-Вудского соглашения, скорее, отсутствие оной — задачу управления потоками капитала XXI века способом, не ведущим к опасным дисбалансам. И США и Китай, будучи двумя доминирующими экономическими державами обозримого будущего, должны стать «якорями» этой системы. Тим Гейтнер во время своего пребывания на посту секретаря Казначейства заявил, что управление системой обменных курсов, не ставящее интересы одной страны над интересами другой, является «центральной экзистенциальной проблемой международного сотрудничества» [35].

Хэнк Полсон и Роберт Рубин пишут: «Величайшая американская угроза экономическому будущему Китая — вероятность того, что экономическому успеху Америки придет конец; величайшая экономическая опасность для США, исходящая от Китая, — прекращение роста его экономики. И наоборот, если каждая из стран приведет собственный дом в порядок и в результате преуспеет в экономическом плане, это непременно ослабит экономическую нестабильность, порождающую между ними трения, и укрепит их

уверенность в будущем, что благотворно скажется на дальнейшем развитии конструктивных взаимоотношений» [36].

Итак, обоим правительствам предстоит хорошенько поработать. Однако на фоне всех этих дебатов по поводу роли государства и валют сегодня в мире происходит нечто весьма любопытное: предприниматели создают новые виды денег, которые полностью вытесняют правительство из цикла. Может, это и станет решением вышеописанного конфликта?

Есть ли у биткоина будущее?

Кто знает, какими будут деньги будущего? Может, ими станут компьютерные байты? [1]

*Милтон Фридман, 1994 год*

Существует много способов получить деньги: вы можете их заработать, найти на улице, подделать, украсть. А если вы Сатоши Накамото, сверхталантливый компьютерщик-кодировщик, то можете их изобрести. Именно это и сделал Сатоши 3 января 2009 года, ударив по клавише клавиатуры и создав новую валюту под названием «биткоин». Но там были только биты, и никаких коинов\*. Ни бумаги, ни меди, ни серебра — только 31 тысяча строк кода и объявление в интернете [2].

*Дэвис Джошуа, The New Yorker, 2011 год*

Можно ли считать биткоин деньгами?

Как ни парадоксально, чтобы ответить на этот вопрос, устремленный в будущее, нам придется заглянуть в прошлое, в XIX век. Остров Яп в Тихом океане прославился после того, как европейские исследователи обнаружили на нем гигантские каменные деньги. В том, что островитяне создали собственное средство обращения, ничего уникального нет: это типичный сюжет в любой цивилизации. Вполне ожидаемо, что относительно изолированное общество придумает деньги, которые будут успешно удовлетворять его внутренние потребности — точно так же, как скумбрия в современной американской тюрьме или вавпум в колониальной Америке. Но уникальность

---

\* От англ. coin — монета. *Прим. перев.*

денег с острова Яп в ином — в их размере: они очень большие. Точнее говоря, островитяне при заключении важных торговых сделок используют огромные диски известняка с отверстиями посередине, именуемые раи. Самые большие и ценные кругляши могут достигать более трех метров в диаметре и весить сотни килограммов. Эти гигантские раи при необходимости перемещаются с места на место целыми группами сильных мужчин, которые тащат «денежку» на шесте, продевом в отверстие в центре\*.

Интересно, что камень, используемый для изготовления раи, родом не с Япа. Известняк добывали на архипелаге Палау — более чем в четырехстах километрах от острова — и привозили на каноэ или плоту, а позже на кораблях. Немалые расходы на производство таких камней — их добыча, придание нужной формы и транспортировка — способствовали формированию дефицита, необходимого для любого товара, выполняющего функцию денег. Мы слышали разные версии этой истории. В сущности, изумление по поводу того, что люди на острове в Тихом океане используют огромные круглые камни в качестве валюты в то время, когда мы сами охотно принимаем в этом качестве клочки бумаги с подобием портрета Бенджамина Франклина, мягко говоря, сродни проявлению культурного высокомерия. Конечно, для перемещения стодолларовой купюры не требуется звать сильных мужиков, зато раи намного труднее подделывать, чем доллар. При всем этом единственный любопытный инцидент с участием одного-единственного раи позволяет с удивительной точностью понять будущее денег.

Более ста лет назад лодка, перевозящая один большой раи на остров Яп, попала в шторм, и ценный камень затерялся в глубинах океана. Тем не менее именно этот камень продолжал выполнять на Япе роль денег. На первый взгляд ерунда какая-то. Если ваш кошелек упал в люк, вы не можете зайти в Starbucks и купить кофе на доллары, угодившие в недра системы очистки воды, каким бы убедительным ни был рассказ о постигшем вас несчастье. Но чем больше думаешь о роли раи в содействии торговым транзакциям, тем больше смысла находишь в том, что камень, лежащий на дне океана, отлично для этого подходит. По сути, в этом есть смысл, хотя

---

\* В настоящее время законным платежным средством на острове Яп и в других островных государствах Микронезии является доллар США, но для некоторых целей до сих пор используются раи. См. Michael F. Bryan, *Island Money*, Federal Reserve Bank of Cleveland Commentary, 2004, February 1.

для его понимания нам и придется отправиться в небольшое интеллектуальное путешествие.

Давайте начнем с того, что раи использовались в первую очередь для крупных сделок и как средство накопления, то есть скорее как ювелирные изделия, нежели как стоцолларовая купюра. Поскольку раи были разных размеров и, следовательно, разной стоимости, на роль меры стоимости они не слишком подходили. Цены на острове обычно указывались в корзинах распространенных продовольственных культур, таких, например, как таро. (Ученые пока не пришли к согласию насчет того, можно ли считать раи деньгами в формальном смысле этого слова.) А теперь представьте гигантский раи, лежащий на газоне перед вашим домом до тех пор, пока кто-то из ваших детей не поступит в колледж: тогда вы отдадите свой раи Университету острова Яп в счет оплаты за учебу. (Я не знаю, есть ли такой университет, но его логотип отлично смотрелся бы на футболках для вундеркиндов в сфере кредитно-денежной политики.) Как бы там ни было, владельцем раи становится университет, и, когда он нанимает эксперта-суперзвезду в области монетарной политики, камень может достаться ему в качестве оплаты за труд. И вот тут начинается самое интересное: *раи-то по-прежнему лежит на вашем дворе*. Его собственники меняются, но камень остается на месте, что, безусловно, имеет смысл, если денежка весит сотни килограммов. «Вовлеченным в обмен сторонам достаточно лишь договориться о том, что покупательная способность передана от одного лица другому», — объясняет Майкл Брайан, экономист ФРС, который изучал валюту острова Яп [3]. Этот процесс, по сути, напоминает передачу права собственности на автомобиль. Структура собственности явно меняется, независимо от того, на чьей именно стоянке припарковано авто.

Остров Яп и его каменную валюту обычно преподносят как некую диковинку. На самом же деле, если взглянуть на роль денег шире, все, что я только что описал, имеет универсальный смысл. В одних культурах людей привлекают большие, круглые камни, в других — золото и серебро. Каждый из этих природных ресурсов дефицитен и отлично подходит как средство накопления. Тот факт, что раи меняет собственника без физического перемещения, не должен казаться чем-то загадочным и удивительным. Оказывается, это характерная особенность любой современной банковской системы. Как указывает Брайан, «большинство долларовых сделок в ходе обычного рабочего дня происходят без передачи материальных ценностей. Для электронных

платежей, на которые сегодня приходится львиная доля стоимости всех сделок в долларах, требуется только корректировка баланса банков, проводших транзакцию». При золотом стандарте люди тоже не обменивались слитками золота. Драгоценный металл хранился в банковском сейфе, а чтобы отследить того, кто имеет право предъявлять на него требования (даже если он этого никогда и не делал), использовались бумажные сертификаты. На международном уровне страны оплачивали долги, передавая друг другу золото, но даже тогда значительная часть его мировых запасов оставалась лежать в гигантском хранилище под Федеральным резервным банком Нью-Йорка. По сей день в хранилище лежит золото от имени многих стран. Точное число стран, хранящих там золото, засекречено, и, несмотря на все мои усилия, банк не дал мне даже намека, какие это страны и сколько их. Когда государства рассчитывались друг с другом, золото просто переключивалось из одной комнаты хранилища в другую. На самом деле оно выполняло функцию инструмента учета, не более и не менее практичного, чем огромный круглый камень, лежащий в вашем дворе.

Возможно, вы помните слова из главы 7, обычно приписываемые Уоррену Баффетту: «[Золото] извлекают из земных недр в Африке или в других местах. Потом мы его переплавляем, а затем выкапываем другую яму, зарываем металл снова и платим людям, чтобы они его охраняли. У золота нет никакой полезности. Любой марсианин, глядя на подобные действия со своей планеты, в недоумении почесывает затылок» [4]. Эта мысль Баффетта подводит нас к концу нашего короткого интеллектуального путешествия с таким вопросом: если золото никогда не покидает стен хранилищ Федерального резервного банка Нью-Йорка, но все равно выполняет функцию содействия торговле посредством передачи прав собственности, чем оно отличается от раи, лежащего на дне океана?

Да ничем. Когда раи затерялся в океанских глубинах, островитяне просто договорились о его размере, стоимости и праве собственности. Когда все это известно, и все стороны с этим согласны, то какая разница, где лежит раи: у вас во дворе, на дне Тихого океана или в хранилище под Федеральным резервным банком Нью-Йорка? Цель этого камня — просто где-нибудь находиться (где угодно) и отслеживать состояние кредита-дебета по мере того, как люди на острове Яп обмениваются разными имеющими стоимость товарами, так же, как это делается с помощью банковского гроссбуха или фишек в казино. Тут важна информация, а не камень, бухгалтерская книга или

фишки. Как объясняет Майкл Брайан, «камни на Япе служат для запоминания, кто из островитян что продал или купил». Чрезмерно сосредоточившись на странных объектах, используемых людьми в качестве денег, мы можем упустить из виду их более важную задачу — контроль того, кто кого обеспечил товаром или услугой.

Представьте себе некую общину, где совместно выполняются определенные базовые задачи: сгребание листьев, воспитание детей, нелегальное производство алкоголя и другое. Если стоимость часа труда четко согласована — например, час работы няни стоит столько же, сколько час варения самогона, — то деньги теоретически не нужны. Отработанное время можно отслеживать с помощью, скажем, гигантской электронной таблицы Excel, а отстающим периодически напоминать, что они задолжали обществу некоторое количество работы. Но по мере дальнейшего разрастания общины или разной стоимости работ эта таблица непременно превратилась бы в полный хаос. (Я в течение часа сгребал листья на вашем газоне. Вы тридцать минут консультировали семейные пары, но консультирование стоит в 1,75 раза дороже сгребания листьев — и так далее.) Деньги позволяют децентрализовать бухгалтерский учет. Вместо того чтобы пытаться свести воедино все, что мы друг другу должны, и представить это в виде гигантской электронной таблицы, проводя торговые операции, мы обмениваемся определенными объектами-символами (токенами). А в качестве бонуса нам не приходится напоминать отстающим, что они получают от общества больше, чем отдают: просто в определенный момент токены у них закончатся. *Движение денег через общину из нашего примера — это косвенная регистрация передачи стоимости, то есть просто более удобная версия смены имени на каменном раи или ведения бухгалтерской книги.* Брайан пишет: «Некоторые люди, в том числе философ XVII века Джон Локк, утверждают, что деньги — не что иное, как коммуникационное устройство, выполняющее функцию социальной памяти об участии сторон в производстве и потреблении».

Итак, деньги — это память. Звучит потрясающе — жаль, что не я это придумал. В 1996 году тогдашний президент Федерального резервного банка Миннеаполиса Нараяна Кочерлакота написал докладную записку под названием «Деньги — это память». Кочерлакота указывал на то, что все, чего можно достичь с помощью денег с точки зрения эффективных хозяйственных операций, теоретически может быть выполнено с помощью памяти — или, выражаясь менее поэтичным языком, благодаря очень хорошему учету.

Заметьте, Кочерлакота написал это задолго до появления биткоина, но точно предсказал его суть. Он отмечал, что использование кредитных карт устойчиво растет — не из-за изменений законодательства или практик краткосрочной задолженности, а потому, что это существенно снижает затраты на хранение информации и доступ к ней. Кочерлакота поясняет, что «подобно самим деньгам кредитные карты представляют собой в основном мнемонические устройства» [5]. Как, безусловно, и раи, лежащий на дне океана. А еще Кочерлакота перефразировал знаменитый афоризм Милтона Фридмана: «*Деньги — всегда и везде мнемоническое явление*» [6].

И это как раз та точка, в которой прошлое сходится с будущим. Если деньги — средство учета, или «память», то биткоин, электронная валюта, генерируемая с помощью компьютерного кода, не слишком сильно отличается от каменного раи. Каждый из них представляет собой устройство для учета. Любопытное совпадение: и раи, и биткоин «добывают» — первый в каменных карьерах, а второй с помощью сложных компьютерных алгоритмов. Существует веская причина, по которой экономист ФРС начал писать о каменных деньгах с острова Яп. В 2004 году, за несколько лет до появления биткоина, Майкл Брайан связал воедино товарные, фидуциарные (бумажные, эмитируемые государством и не имеющие внутренней стоимости) и будущие деньги. Он рассуждал так: «Фидуциарные деньги могут отслеживать транзакции так же эффективно, как товарные, и экономить при этом на производственных расходах и затратах на хранение. По сути, глядя на ситуацию с этой точки зрения, можно смело предсказать будущее, в котором все сделки проводятся вообще без издержек и мгновенно регистрируются для всеобщего обозрения, что делает концепцию денег, по крайней мере как физической конструкции, устаревшей».

Так вот, это будущее уже наступило. Нараяна Кочерлакота писал в своей статье, посвященной деньгам как памяти: «Если функцию денег можно заменить идеальными записями отображения процесса сделок, то единственная их технологическая роль заключается в обеспечении этих записей». *И биткоин отлично справляется с этой ролью.* Он, по сути, представляет собой децентрализованную бухгалтерскую книгу, позволяющую участникам торговых операций передавать биткоины в электронном виде в любую точку мира: как Western Union, только быстрее, дешевле, анонимно и с использованием вместо долларов новой меры стоимости — биткоина. Такая запись отображения процесса стала возможной благодаря появлению



интернета, достижениям в сфере программирования, эффективной криптографии и готовности предпринимателей, спекулянтов, либертарианцев и прочих участников рынка обменивать деньги, имеющие юридическую поддержку правительства, на электронную валюту, такой поддержкой не пользующуюся.

Если биткоин кажется чем-то из области научной фантастики, то история его создания больше похожа на детективный роман. Некий программист, назвавший себя Сатоши Накамото, представил миру биткоин в 2008 году. Может, это его (или ее) реальное имя, а может, и нет\*. Накамото иногда общается с другими программистами в сети. Возможно, «Накамото» — псевдоним целой группы людей. До сих пор никто не заявил права на это имя. Как бы там ни было, мужчина (или женщина, или группа людей) под именем Накамото написал компьютерную программу, которая позволяет любому человеку, вошедшему в сеть, зарабатывать биткоины благодаря решению сложных математических задач. Пользователей, которые этим занимаются, называют майнерами. Как в случае с добычей (майнингом) реальных природных богатств, чем больше ресурсов брошено на решение задачи, тем продуктивнее оно, скорее всего, будет. Майнеры биткоинов вознаграждаются за решение сложных комплексных задач. Проще говоря, программа для генерирования биткоинов как бы произвольно выбирает выигрышные числа в диапазоне от единицы до бесконечности. Майнеры ищут эти числа с помощью своих компьютеров. Чем мощнее компьютер и сложнее поиск, тем больше чисел программа способна просеивать одновременно, повышая шансы майнера найти нужное. А когда компьютер решает задачу, это фактически электронный эквивалент обнаружения крупиц золота: награда составляет 25 биткоинов. Оригинальная программа написана так, чтобы каждые десять минут обнаруживалось в среднем 50 монет, причем скорость обнаружения должна снижаться наполовину каждые четыре года [7]. На момент написания этих строк в обращении находится примерно 12 миллионов биткоинов. Ожидается, что впоследствии будет добавлено еще только 9 миллионов. Этим обещанием фиксированного предложения, не зависящим от государства и центральных банков, частично объясняется привлекательность криптовалюты. Биткоин, по сути, электронное золото.

---

\* Я не могу ни подтвердить, ни опровергнуть, что я Сатоши Накамото.

Электронная валютная система биткоинов полностью децентрализована. Майнерами становятся вполне нормальные люди, которые решили посвятить свое время и компьютерные мощности работе в программе для майнинга биткоинов — так же, как когда-то американцы ехали на Запад во времена золотой лихорадки. Однажды я встречался с группой учеников одной из самых престижных частных подготовительных школ, которые на протяжении всего обеда только и говорили о том, как они занимаются майнингом биткоинов. Понятно, что, как в случае с золотом или алмазами, перспектива быстрого обогащения довольно скоро привлекла крупные компании с более глубокими карманами и сложными инструментами поиска. Как пояснила в 2013 году Wall Street Journal, «себестоимость майнинга — это отраслевой жаргонизм для инвестиций в сложные технологии, необходимые для создания биткоинов, — неуклонно растет по мере того, как все новые компании и отдельные люди вступают в эту гонку и стараются собрать все более мощные компьютеры для выхода на этот рынок» [8]. Я подозреваю, что упомянутые мной ученики подготовительной школы — биткоинский эквивалент золотоискателей с осликами, кирками и лопатами — не слишком преуспели на этой ниве. В одном из недавних новостных выпусков майнинг биткоинов в Исландии описывался так: «Более сотни серебряных жужжащих компьютеров, каждый из которых стоит в запортом шкафу и охлаждается мощными потоками холодного воздуха, поступающего из вентиляционных отверстий в полу». Затраты на все более мощную компьютерную технику и электричество, необходимое для ее работы, в сочетании с обещанным уменьшением предложения биткоинов в будущем не может не привести к снижению доходности этого процесса — опять-таки все как в реальной золотодобыче. Описанные выше производственные мощности по майнингу биткоинов появились именно в Исландии, чтобы можно было воспользоваться преимуществами относительно дешевой геотермальной и гидроэлектрической энергии [9]. Ну а если у вас нет суперкомпьютеров и доступа к дешевой электроэнергии, самый простой способ приобрести биткоины — купить их на бирже за доллары, точно так же, как евро, когда собираетесь в отпуск во Францию.

Важнейшим аспектом всей этой системы является то, что любой компьютер, запустивший программу для майнинга биткоинов, становится частью одноранговой сети, которая ведет постоянно обновляемый журнал регистрации того, кто и каким биткоином владеет. Это цена, которую человек

платит за право быть майнером. Децентрализованная регистрация владения биткоинами известна как «цепочка блоков» (блокчейн) — это электронная бухгалтерская книга, возможность использования которой экономисты ранее рассматривали только в теории. Когда одна сторона хочет отправить кому-то биткоины, сетевые компьютеры проверяют свои журналы, чтобы убедиться, что предлагающее их лицо действительно их собственник. А еще человек, передающий биткоины, должен предоставить частный ключ, подтверждающий его согласие на транзакцию. Джошуа Дэвис из New Yorker кратко описал этот процесс следующим образом: «Программное обеспечение для обмена биткоинами шифрует каждую транзакцию — отправитель и принимающий идентифицируются только как строка чисел, — но публичная информация о движении каждой монеты доступна для всей сети. Покупатели и продавцы остаются анонимными, но каждый может видеть, что монета перешла от А к Б, а код Накамото не позволяет никому потратить эту же монету еще раз» [10].

Таким образом, каждая транзакция требует как открытого шифровального ключа — проверки сетью, что человек действительно владеет биткоином, — так и частного (секретного), подтверждающего, что человек одобряет сделку. Этот процесс можно считать электронным эквивалентом открытия банковской ячейки, который тоже предполагает наличие двух ключей: один находится в банке, другой у владельца ячейки. В случае с биткоинами частный закрытый ключ представляет собой строку чисел, нечто вроде пароля. После биткоин-транзакции каждый компьютер записывает информацию в блокчейн, отражая изменения о владении. Таким образом, всю вычислительную мощность, необходимую для работы этой платежной системы, обеспечивает децентрализованная сеть случайных людей. Экономист Франсуа Вельде в «букваре по биткоинам», опубликованном Федеральным резервным банком Чикаго, писал: «Что, в конце концов, представляет собой эта новая валюта? Список авторизованных транзакций, начиная с создания майнером блока и заканчивая передачей биткоина теперешнему владельцу. Эту валюту можно обменять, потому что у всех потенциальных получателей есть средства для проверки прошлых транзакций и подтверждения новых, и право собственности на биткоины базируется на консенсусе этих сделок» [11]. Даже противники биткоинов, в число которых, кстати, входят практически все серьезные люди, с которыми я когда-либо обсуждал эту тему, признают ценность данной технологии.

*Но зачем вообще кому-то нужны биткоины?* Да и любые другие созданные впоследствии криптовалюты (alphacoin, fastcoin, peercoin, namecoin, worldcoin, fluxcoin, zeuscoin и даже bbqcoin)? [12] Я, например, могу создать чарликоины и начать раздавать их людям — родным, соседям, знакомым. Но это вовсе не значит, что кто-то захочет их копить, не говоря уже о том, чтобы принимать в обмен на товары, имеющие реальную ценность, будь то пицца или автомобиль. Биткоины — это же просто строки цифр, которые ты зарабатываешь, решая относительно бессмысленные математические задачи. На бумажных деньгах, если они вдруг полностью потеряют свою стоимость, вы по крайней мере можете что-то писать или использовать их в качестве туалетной бумаги.

Короткий ответ на этот вопрос звучит так: биткоины приобрели стоимость, потому что они ее приобрели. А все началось с того, что смелые и успешные предприниматели, такие как соучредитель Netscape Марк Андрессен и Кэмерон и Тайлер Винкловоссы\*, сделали инвестиции — как в технологии, так и в сами биткоины. Это убедило других людей, что биткоин может стать жизнеспособной электронной валютой или по крайней мере приобрести ценность со временем. Каждый раз, когда стоимость биткоина повышалась, люди убеждались, что владение этими деньгами действительно может принести определенную выгоду, что приводило к дальнейшему росту их стоимости. Одна из самых известных транзакций с биткоинами состоялась в 2010 году, когда пионер-энтузиаст этой криптовалюты Ласло Ханеч опубликовал на биткоин-форуме пост с предложением 10 тысяч биткоинов любому, кто доставит ему две пиццы. Другой фанат биткоинов согласился на сделку и заказал в Papa John's две пиццы, которые и привезли Ханечу. К 2015 году эти 10 тысяч биткоинов стоили 2,3 миллиона долларов. Теперь энтузиасты криптовалюты 22 мая отмечают годовщину той судьбоносной сделки. Праздник называется День биткоин-пиццы [13].

Тем временем некоторые популярные сервисы, такие как OkCupid (онлайн-знакомства) и WordPress (блогинг), начали принимать биткоины в качестве оплаты. А баскетбольная команда LA Clippers продает за эти деньги билеты на свои матчи [14]. Сегодня это воспринимается скорее как ловкий маркетинговый трюк, нежели как механизм облегчения торговли. Розничные

---

\* Близнецы Винкловоссы сначала прославились участием в создании Facebook, а затем приобрели еще большую известность благодаря появлению их забавных образов в фильме «Социальная сеть».

торговцы, как правило, сразу конвертируют свои доходы в биткоинах в доллары через сторонние платежные фирмы [15]. В 2014 году Wall Street Journal сообщила, что имение Lake Tahoe было продано за 2739 биткоинов [16]. И это, опять же, воспринимается скорее как исключение, подтверждающее скепсис. Разве кто-то пишет в газете о продаже дома, если он куплен за доллары или евро?

Тот факт, что кто-то может заплатить за пару пицц то, что в итоге станет эквивалентом 2,3 миллиона долларов, — одна из ряда причин, по которым биткоин вряд ли стоит считать очень хорошими деньгами, несмотря на использование действительно на редкость передовых технологий. Актив, стоимость которого непредсказуемо растет и падает, не подходит на роль эффективных денег — электронных или каких-либо иных. *Деньги работают лучше всего, когда они поддерживают относительно постоянную покупательную способность.* Стив Форбс пишет: «Деньги оптимальны, когда имеют фиксированную стоимость, так же, как торговле лучше всего способствует использование фиксированных мер и весов. Покупая фунтовый гамбургер, вы ожидаете получить 16 унций мяса. В часе 60 минут. В миле 5280 футов. Все эти меры вовсе не плавающие» [17]. Да, забыл сказать, эта колонка Форбса была весьма метко озаглавлена «Биткоин: что бы это ни было, это не деньги!». И я, признаться, готов со Стивом согласиться. Вернувшись к главе 1, напомним, что деньги призваны выполнять три основные функции: служить в качестве меры стоимости и средств накопления и обращения. Биткоин же терпит фиаско на двух из фронтов, а возможно, и на всех трех.

Начнем с того, что биткоин нельзя считать значимой *мерой стоимости*. Вернемся, например, к упомянутому чуть выше имению Lake Tahoe, приобретенному за 2739 биткоинов. О чем нам говорит эта цена? Как думаете, это большой дом или маленький? Не имею представления. Но если я скажу, что имение на момент сделки стоило 1,6 миллиона долларов [18], вы сразу поймете, что это, судя по всему, очень хорошая недвижимость — или, возможно, не очень хорошая, но расположенная в шикарном месте. Для большинства людей на планете 1,6 миллиона долларов что-то означают, а 2739 биткоинов — нет. Это, кстати, подтверждает и тот факт, что в статье Wall Street Journal, в которой газета раструбила о новаторской сделке с недвижимостью, заключенной в биткоинах, в первом абзаце цена указывалась

в долларах, и только во втором — в цифровой валюте. Конечно, люди в любой момент могут вычислить стоимость биткоина, точно так же, как они делают, приезжая в другую страну и очень быстро начиная пересчитывать все в местной валюте. Но биткоин постоянно резко скачет. Например, с января 2013 по январь 2014 года стоимость одного биткоина выросла на 5000 процентов [19]. Но этот подъем не был стабильным. Биткоин стартовал со стоимости в 15 долларов, вырос в апреле до 230, в июле упал до 70, а затем в ноябре головокружительно взмыл до отметки свыше 1000 долларов [20]. (Вот так в результате и получается, что кто-то покупает пару пицц за деньги, эквивалентные 2,3 миллиона долларов.) В августе 2014 года биткоин упал на 12% в течение одного-единственного дня. Владелец биткоинового инвестиционного фонда беспомощно развел руками: «Так уж биткоин торгуется, хорошо это или плохо» [21]. А теперь давайте взглянем на это с такой точки зрения: если внутренняя покупательная способность доллара колеблется более чем на 3–4% в год, считается, что ФРС работает из рук вон плохо. А если на 12% в день?

Вернемся к старым «добрым» друзьям финансов — эйфории и панике. Для большинства людей привлекательность биткоина в первую очередь обусловлена стабильным ростом его стоимости. А если вы покупаете актив прежде всего в надежде, что его стоимость возрастет, значит, вы спекулируете. А если вы спекулируете на активе, который не имеет базовой ценности (прибыль, арендная плата, какой-либо другой поток доходов), ждите пузыря. Теория «большого дурака» — согласно которой спекулировать можно даже при полном соответствии рыночной цены ценной бумаги ее реальной стоимости, так как на рынке всегда найдутся дураки — лежала в основе всех финансовых пузырей в истории человеческой цивилизации. Это, в частности, означает, что если люди готовы покупать биткоины при растущей стоимости, то нет никаких оснований полагать, что они не начнут избавляться от них, когда процесс пойдет в обратном направлении. Биткоин, равно как евро, доллар и иена, не имеет внутренней стоимости. Но он отличается от этих валют тем, что ни одно правительство и ни один центральный банк в мире не несет ответственности за сохранение его стоимости, и ни одно государство не обязано принимать его в качестве законного платежного средства. Как пишет Economist, «все деньги подразумевают некоторую степень консенсуальной иллюзии, но биткоин, виртуальная денежная система, подразумевает ее больше других» [22].

Даже если этот пузырь не лопнет, весь смысл меры стоимости в ее предсказуемой покупательной способности, особенно в долгосрочной перспективе. Доллар считается эффективной формой денег не только потому, что вы можете в любой момент купить на него чашку кофе, но и потому, что вы можете приобрести дом в тридцатилетний ипотечный кредит. И все по той причине, что и вы, и банк в общем представляете, сколько будет стоить доллар через тридцать лет. Конечно, будущая стоимость доллара не предсказуема стопроцентно, но его покупательная способность несравненно стабильнее, чем у биткоина. Сторонники биткоина радуются, когда он укрепляется относительно доллара и, следовательно, относительно большинства товаров и услуг. А кому же не понравится, если на тридцать биткоинов, которые вы оторвали у какого-то хипстера в магазине велосипедов, теперь можно купить в семь раз больше марихуаны, чем в прошлом году? (О наркотиках я упомянул неслучайно, что вскоре проиллюстрирую.) *Но валюта с такими невероятными колебаниями стоимости совершенно не годится для долгосрочных сделок.* Представьте себе финансовые риски ипотеки или любого другого денежного договора, предполагающего фиксированные будущие платежи, по которому вам в итоге придется заплатить в реальном выражении в десять, двадцать, а то и пятьдесят раз больше, чем вы ожидали. А если биткоин, напротив, резко упадет в цене, серьезно пострадаете не вы, а принимающая сторона потока платежей.

Возьмем такой пример: даже Фонд биткоина (Bitcoin Foundation), в сущности, платит своим сотрудникам не в биткоинах. Эта организация указывает зарплаты в долларах, а затем расплачивается в биткоинах по обменному курсу на день выплаты [23].

По похожим причинам биткоин нельзя считать и эффективным *средством накопления* (вторая ключевая функция денег). Действительно, количество биткоинов, которые когда-либо будут добыты майнерами, предположительно строго зафиксировано — в отличие от бумажных денег, которые в любой момент может эмитировать центральный банк. Так что о неожиданном вмешательстве в ситуацию чиновников с их печатными станками (или их электронным эквивалентом) здесь речь не идет. Что правда, то правда. Однако, учитывая, что мы не можем даже вычислить автора программы для обмена биткоинами, вполне логично задаться вопросом: а как мы можем быть уверены, что обещанию фиксированного количества стоит доверять? А ведь электронные деньги в потенциале еще менее дефицитны, чем

бумажные. Так что если мы намерены внести в колонку преимуществ биткоина «отсутствие государственного контроля», то же самое следует указать и в колонке его недостатков.

Одно из самых существенных ограничений электронных денег (биткоина и его конкурентов) как средства накопления, возможно, и наиболее прозаичное: такие деньги легко потерять, и их запросто могут украсть. Каждый биткоин имеет личный ключ — строку чисел, — который хранится в электронном виде в электронном кошельке. Или, как вариант, владелец может просто переписать эти цифры и приклеить бумажку в ящике письменного стола рядом с другими паролями. Ни один из этих способов не кажется надежным. Двое специалистов, исследовавших безопасность программного обеспечения, обнаружили 120 различных видов вредоносных программ, предназначенных для кражи файлов кошельков с биткоинами с персональных компьютеров. Эти эксперты рекомендуют «холодное хранение» в режиме офлайн, нечто сродни хранению «денег в физическом сейфе» [24]. В любом случае, если персональный ключ потерян, то и ваши биткоины потеряны навсегда. Вы когда-нибудь забывали или теряли пароль? А теперь представьте, что лихорадочно ищете желтую, некогда приклеенную бумажку, потому что если вы ее не найдете, то останетесь без своих пенсионных сбережений. А может, бумажка была голубая...

Это подходящий момент для небольшого интригующего отклонения от темы, которое я вам обещал. Одним из потенциальных преимуществ электронных денег любого вида считается то, что они могут стать хорошим подспорьем в борьбе с преступностью. Уличная преступность нередко хищная и рациональная, поэтому чем меньше (реальных) бумажников, набитых наличными, тем меньше возможностей. Группа ученых, тесно сотрудничающих с Национальным бюро экономических исследований, задалась вопросом: если наличные мотивируют на преступление, возможно, их отсутствие снизит ее уровень? Судя по результатам одного интересного исследования, проведенного в Миссури, штате, в котором все платежи в рамках программ социального обеспечения (раньше для них использовались наличные) осуществляются через электронную систему с картами, отовариваемыми в розничных магазинах, ответ на этот вопрос должен быть положительным. Переход на цифровые технологии был поэтапным, разные округа совершали его в разное время. В итоге это привело к значительному снижению числа взломов и нападений (к сожалению, на статистику таких преступлений,



как изнасилования, проституция или незаконный оборот наркотиков, это не повлияло) [25].

Однако не спешите радоваться. Известный американский преступник XIX века Джесси Джеймс говорил, что грабит банки потому, что именно там лежат деньги. Так что в XXI веке он грабил бы что-то другое. В эпоху, когда хакеры могут украсть персональную информацию о восемнадцати миллионах федеральных служащих, наивно считать цифровую валюту защищенной, особенно если ни один институт не несет за это ответственности. В сущности, когда огромную сумму денег крадут с помощью компьютера в гостиной, не отрываясь от просмотра футбольного матча, такое ограбление точно можно считать идеальным. *И это уже произошло.* В феврале 2014 года крупнейшая биткоин-биржа Mt. Gox, расположенная в Токио, сообщила, что 744 400 биткоинов пропали без вести, то есть предположительно украдены киберпреступниками [26]\*. (На то время это была весьма внушительная сумма — эквивалент почти полутора миллиардов долларов.) А примерно через неделю закрылся канадский «биткоин-банк», после того как хакеры украли все биткоины, хранящиеся в его «горячем кошельке» (так называют онлайн-хранилище для биткоинов), и так далее и тому подобное [27]. И потери, связанные с этими киберграбежами, намного больше, чем просто украденные электронным способом деньги. Такие кражи, как правило, ведут к резкому падению стоимости биткоина, вследствие чего убытки распределяются между всеми владельцами этой валюты. Когда Джесси Джеймс уносил доллары из банков, подобного эффекта не было.

И это подводит нас к последней, основной функции денег как *средства обращения*. В данном качестве биткоин имеет огромную ценность — для некоторых людей. Биткоин в потенциале может играть важную роль в таких странах, как Аргентина и Венесуэла, где отлично знают, что такое гиперинфляция, банковская система постоянно пребывает в состоянии хаоса, а из-за валютного регулирования перемещать деньги в страну и из нее весьма затруднительно. В 2015 году *New York Times* сообщала: «Аргентина потихоньку приобретает в технологических кругах известность как первое и практически единственное место, где биткоины регулярно используются

---

\* Ну ладно, поскольку воры так и не были пойманы, мы не знаем, занимались ли они своим темным делом в собственной гостиной, смотря футбол. Но мы точно знаем, что они не вламывались в банк в масках.

обычными людьми для реальных коммерческих сделок» [28]. На протяжении всей истории человечества люди, стоило традиционной финансовой системе дать сбой, вспоминали о золоте и драгоценных камнях. Ту же функцию может выполнять и электронное золото.

Следует признать, что цифровые деньги сочетают в себе многие преимущества наличных денег с доступностью и удобством электронных платежных систем. Любой, кто совершает международную покупку с помощью кредитной карты, как правило, платит немалые комиссионные и оставляет за собой след персональной информации. Комиссионные никто не любит. Уникальная технология Bitcoin в потенциале способна значительно снизить стоимость перевода денег по всему миру, в частности для иностранных рабочих, отправляющих денежные переводы на родину. А другим людям очень не хочется оставлять цифровые следы своих финансовых операций. Скажем, если кто-то намерен нелегально купить оружие в Казахстане, не оставляя при этом электронных доказательств для правоохранительных органов, он должен найти способ перемещения чемоданов наличных денег в эту страну. Криптовалюты сочетают в себе относительную анонимность наличных расчетов с удобством безналичных платежей. Иными словами, биткоин позволяет перемещать чемоданы наличных по всему миру в электронном виде, и, следовательно, особенно привлекателен для любителей заключать крупные анонимные сделки.

Я уверен, что немало честных и даже выдающихся людей не хотят, чтобы Служба внутренних доходов, Агентство по борьбе с наркотиками и Федеральное бюро расследований совали свой нос в их дела. Но мне также известно, что много наркоторговцев, налоговых мошенников и торговцев оружием предпочли бы не делиться данными о своих доходах и расходах с вышеупомянутыми службами. С момента создания биткоин стал чрезвычайно привлекательным средством обращения для некоторых крайне подозрительных персонажей. Взять хотя бы Silk Road, первый сайт, на котором можно было легко и безнаказанно покупать и продавать незаконные товары, в основном наркотики, используя биткоин и еще одну новую технологию, Tor, позволяющую участникам размещать сайт на хостинге, не раскрывая его местонахождения [29]. Одно информационное агентство описало этот сайт, как «Amazon для торговли нелегальными наркотиками» [30]. ФБР закрыло Silk Road в 2013 году, но лишь после того, как через ресурс были совершены продажи более чем на 1,6 миллиона биткоинов. (Как я уже отмечал, это, по всей

вероятности, вам ничего не скажет, так что поясню, что это эквивалентно почти 365 миллионам долларов по нынешнему курсу.)

Еще удивительнее то, что Чарльза Шрема, члена правления Bitcoin Foundation и директора известного сайта, на котором можно купить биткойны за доллары, арестовали в январе 2014 года по подозрению в причастности к деятельности Silk Road. В этих связанных с биткойнами негативных событиях просматривается некоторая ирония. Шрема арестовали в аэропорту Кеннеди. Он направлялся на североамериканскую конференцию, посвященную биткойну [31]. А ФБР, закрыв Silk Road, конфисковало у компании 144 тысячи биткойнов, в результате чего правительство США стало на тот момент крупнейшим владельцем этой цифровой валюты [32]. И главное, правоохранительные и регулирующие органы намерены сделать все возможное, чтобы идти в ногу с этой технологией. Как отмечает Бен Бернанке, «трудно стать глобально полезной валютой, если регуляторы неустанно ведут с ней решительную борьбу, поскольку видят в ней в первую очередь инструмент для незаконной деятельности» [33]. Тем не менее стоит ожидать, что если некоторыми основными бенефициарами цифровых денег и впредь будут наркобароны и террористы, их блеск непременно потускнеет, даже для убежденных либертарианцев.

Для большинства из нас главной проблемой новых форм электронных денег является то, что они не слишком хорошо справляются со своим главным предназначением — ролью денег. Как профессор (а я обычно не слишком свирепствую), я ставлю им такие отметки:

Криптовалюты в качестве меры стоимости — 1.

Криптовалюты в качестве средства накопления — 2.

Криптовалюты в качестве средства обращения — 3 для большинства людей; 4+, если вы находитесь в стране, где правительство работает из рук вон плохо; 5+, если вы террорист, торговец оружием, наркотиками или киднеппер.

Но давайте не будем сбрасывать со счетов вместе с не слишком эффективными криптовалютами удивительную технологию, которая сделала их возможными. Биткойн и связанные с ними технологии способны преобразовать способ, которым мы расплачиваемся и перемещаем деньги с места на место, даже если расчеты ведутся в долларах, а не в биткойнах. Традиционно у нас было два основных варианта для любой транзакции, перемещающей

символ (знак) стоимости от одной стороны к другой. Самый простой процесс — использование физических денег. Элегантность наличных в том, что когда я отдаю вам доллар, у вас он теперь есть, а у меня его больше нет. Путаницы или споров здесь практически нет и быть не может. Все остальные платежные механизмы традиционно полагаются на посредника, который верифицирует сделку. Если я выписываю чек или использую дебетовую карту, мой банк проверяет, что у меня достаточно средств на счете, а затем перемещает их на счет получателя платежа. Visa, MasterCard, Western Union и PayPal занимаются, по сути, разными вариациями одной и той же основной задачи. Они проверяют, что получатели получают от меня реальные деньги и что я одновременно не трачу их еще в шести других местах. А в случае кредитной карты мне также могут одолжить деньги, которые я расходую. Все эти стороны процесса взимают за посредничество немалую плату, что, конечно, вполне оправданно, учитывая важность электронных платежей в современной экономике.

Так сложилось, что любая электронная форма оплаты без посредников обречена на провал самой природой цифровой информации, а именно возможностью скопировать ее бесконечное число раз. Предположим, у меня есть некий цифровой файл стоимостью 50 долларов. Это, по сути, антипод наличных денег. После того как я отошлю его вам по электронной почте, он у меня все равно останется. На самом деле я могу разослать его всем, кто входит в список моих контактов. И тогда у нас всех будет файл стоимостью 50 долларов. Это явно не годится в качестве платежной системы. Гениальность биткоина заключается в том, что эта децентрализованная одноранговая сеть сама верифицирует транзакцию, — она, а не какой-то посредник, скажем Visa. Как объясняет Франсуа Вельде из Федерального резервного банка Чикаго, «протокол Bitcoin обеспечивает элегантное решение важной проблемы цифровой валюты — то есть как регулировать ее предложение, бороться с подделками и двойными расходами и обеспечить ее безопасную передачу, — не полагаясь при этом на какой-то один орган» [34]. Эта инновация потенциально способна в корне трансформировать торговлю и потоки капитала, сделав их намного более быстрыми, простыми и дешевыми. *А именно в этом и заключается главная задача денег.* Даже Economist, чьи редакционные высказывания о криптовалюте нередко включают в себя термины вроде «битмошенничество», сравнивает биткоин с Napster, одноранговым сервисом для обмена музыкальными файлами, который был закрыт

за нарушение авторских прав, но которому, тем не менее, удалось в корне преобразовать музыкальную индустрию [35].

Здесь самое время четко сформулировать одну тему всей главы. *Между системами электронных платежей — механизмами для проведения электронных транзакций с использованием традиционных валют — и новой формой цифровых денег существует принципиальная разница.* По всем представленным выше причинам вторые натолкнулись на огромные барьеры. А первые, более дешевые и легкие способы ведения торговли с помощью электронных платежей, неизбежно будут развиваться и двигаться вперед — например, M-Pesa, популярная в Кении платежная система, которая позволяет пользователям переводить деньги посредством мобильных телефонов. С помощью телефонов люди могут покупать разные товары и даже снимать наличные в магазинах и ларьках. M-Pesa снижает потребность в наличных деньгах, что минимизирует карманные кражи. Wall Street Journal пишет: «[Такие транзакции] проводятся пастухами из пыльных деревень провинции Рифт-Валли, велорикшами из оживленного порта Момбаса и предпринимателями технологических фирм из вечно стоящего в пробках Найроби» [36]. По результатам одного из исследований, опубликованным Кенийской ассоциацией банкиров, около 60% кенийцев используют сотовые телефоны для осуществления финансовых операций, в то время как только 30% граждан страны прибегают к услугам банков и жалкие 8% пользуются банкоматами [37]. Но не стоит упускать из виду одну очень важную деталь: *все транзакции проводятся в кенийских шиллингах.*

Можно небезосновательно утверждать, что наличные деньги со временем отомрут или как минимум ими будут пользоваться все меньше и меньше, так как мир все активнее будет переходить на кредитные карты, мобильные телефоны и любые другие технологии, упрощающие покупку роголика. Мы уже были свидетелями перехода авиа- и других компаний исключительно на электронные формы оплаты. Впрочем, лично я думаю, что некоторый спрос на наличные деньги сохранится — из-за их анонимности и простоты использования при заключении мелких сделок. Что ж, время рассудит. (Вот что никак не умещается у меня голове, так это то, что у нас до сих пор ходят одноцентровые монеты, но это уже тема для другой книги.) Здесь самое время остановиться и напомнить себе о том, что миссия денег — улучшить работу остальной части экономики, что бы мы ни использовали в этом качестве: бумажные доллары, биткойны, каменные раи или рыбные консервы. В этом отношении мы можем дать ряд вполне убедительных прогнозов.

*Мы всегда будем нуждаться в стабильной мере стоимости, даже если начнем покупать кофе в Starbucks с помощью телеплатии.* Обеспеченные государством валюты стран с ответственными центральными банками, в частности доллар США, вот уже на протяжении тридцати лет демонстрируют потрясающе последовательную и предсказуемую покупательную способность. И, рискуя подменить Ирвинга Фишера, я намерен заявить, что поддерживаемые государством валюты в скором времени вытеснены не будут. Конечно, характер денег и транзакций будет меняться — но не наша фундаментальная потребность в стабильной мере стоимости.

*Заемщики и кредиторы будут всегда.* Характер заимствования и кредитования будет развиваться и меняться. Традиционные банковские операции уже частично вытеснены теневым банкингом. Футуристы заявляют, что интернет приведет к активному развитию равноправного кредитования (так называемых социальных ссуд), в рамках которого заемщики и кредиторы будут находить друг друга в сети, минуя посредников. Очень может быть. И все же, надеюсь, история научила нас тому, что любая система кредитования чревата паникой. Возможно, когда-нибудь заемщики и кредиторы, чтобы обсудить и заключить сделку, вообще будут встречаться в открытом космосе, прилетая на место встречи дешевыми коммерческими рейсами на космических кораблях. Это не имеет значения. Если не изменится человеческая природа, всегда будут обстоятельства, при которых кредиторы захотят немедленно вернуть свои деньги, а заемщики не смогут их в данный момент отдать. Космические путешествия тут ничем не помогут. Здесь понадобится Джимми Стюарт, который отдаст накопленные на медовый месяц наличные сбережения и успокоит запаниковавших вкладчиков. Иными словами, такая ситуация обязательно требует наличия кредитора последней инстанции.

*Глобальная экономика по своей природе склонна к разрушению — посредством природных катастроф, технологических изменений, войн, финансовых паник или любых других явлений, которые могут на нас наслать человек и природа.* Одним из проверенных инструментов управления этими разрушениями является понижение или повышение цен заимствования денег, то есть процентных ставок. Не стоит забывать о весьма ироничном факте, связанном с появлением биткоина — его создателя Сатоши Накамото отчасти мотивировали гнев и раздражение, вызванные финансовым кризисом 2008 года. Биткоин должен был стать валютой, способной существовать отдельно от банкиров, политиков и руководителей центральных банков.

Джошуа Дэвис резюмирует в *New Yorker*: «Если бы Накамото управлял миром, он бы просто уволил Бена Бернанке, закрыл Европейский центральный банк и прекратил деятельность Western Union» [38]. И все же именно ФРС сумела наполнить систему новыми деньгами, помешав усугублению и распространению кризиса. А все послекризисное время покупательная способность доллара остается гораздо стабильнее, чем биткоина. Биткоины поступают в экономику согласно указаниям компьютерного алгоритма, а не потому, что она в них остро нуждается, чтобы затормозить экономический спад или поддержать стабильную стоимость товаров и услуг.

Итак, подытоживаем окончательно.

Будут развиваться способы проведения транзакций, а не наша потребность в стабильной мере стоимости.

Характер кредитования и заимствования будет меняться — но не характер финансовых паник и наша потребность в защите от них.

Наша экономика будет развиваться, но все равно будет подвержена экономическим колебаниям, возможно, даже более резким и дестабилизирующим, вследствие того что глобальная экономика становится все более взаимосвязанной.

А какое же учреждение координирует все это? Центральный банк. Люди с огромным восторгом и воодушевлением отзываются об очках Google и беспилотных автомобилях, но если серьезно говорить об инновациях, то одна из самых важных задач, которую нам нужно решить для обеспечения экономического роста и стабильности в XXI веке, состоит в улучшении деятельности центральных банков.

К середине 2000-х было отнюдь не неразумно думать, что более эффективная макроэкономическая политика может способствовать — и действительно способствует — экономической стабильности. А потом наступил кризис [1].

*Оливер Бланшар, Джованни дель Ариция  
и Паоло Мауро*

Думаю, никто не станет утверждать, что каждый год в каждом конкретном случае в каждом кризисе ФРС проводила исключительно верную политику. Но никто не станет спорить и с тем, что этот институт служил своей стране верой и правдой [2].

*Пол Волкер*

ФРС отметила свой сотый день рождения в декабре 2013 года. Церемония, по американским меркам, была простенькая — ничего общего с празднованием двухсотлетия Америки, которое я отлично помню, хотя и учился тогда в начальной школе. Ни тебе фейерверков, ни документальных фильмов на телевидении, ни парадов. Хотя худший из финансовых кризисов к 2013 году миновал, ФРС по-прежнему находилась в политической осаде, причем со стороны как левых, так и правых. Консерваторы пугали народ безудержной инфляцией в результате чрезмерно агрессивного вмешательства ФРС в рынки облигаций. Прогрессисты клеймили ФРС за противоположное — за то, что она слишком мало сделала, чтобы быстрее вернуть больше американцев на рабочие места. Так что глава ФРС Бен Бернанке был одним из немногих, на кого одновременно обрушивался гнев и Элизабет Уоррен,



и Рика Перри. А Рон Пол тем временем продолжал неустанно реализовывать свою миссию — покончить с ФРС и бумажными деньгами. Короче говоря, огромного торта со свечками на праздновании столетнего юбилея ФРС не было\*.

И это очень несправедливо, потому что по любым разумно объективным стандартам на этом праздновании должны были быть и икра, и ледяные скульптуры, и один из наших огромных танцевальных коллективов. Несмотря на все экономические травмы последнего десятилетия, ФРС как финансовой структуре действительно есть что праздновать, как и другим центральным банкам по всему миру. Невзирая на резкую критику, Федеральная резервная система сумела провести США и весь мир через кризис, который, если бы не ее решительные меры, мог обернуться еще большей катастрофой, чем Великая депрессия. В долгосрочной перспективе ФРС и центральные банки других стран наглядно продемонстрировали, что можно поддерживать низкий уровень инфляции при использовании фидуциарных денег и, следовательно, пользоваться всеми преимуществами товарных денег без их недостатков. Безусловно, ФРС безнадежно провалила свой первый большой экзамен — Великую депрессию. Финансовый кризис 2008 года стал шансом реабилитироваться. И на этот раз ФРС проделала поистине героическую работу. Говоря о ней, люди действительно употребляют именно это слово. Экономист Принстонского университета и бывший вице-председатель ФРС Алан Блиндер (выходец из политических левых) поставил Бернанке пятерку с минусом (минус за то, что позволил обанкротиться Lehman Brothers). А Хэнк Полсон, министр финансов в администрации Джорджа Буша, назвал Бернанке не только мужественным руководителем, но и «одним из величайших глав ФРС всех времен» [3]. Так что давайте и мы с вами остановимся на твердой пятерке.

Эту оценку подкрепляют факты. В годы Великой депрессии безработица достигла своего пика — около 25%: сравните с 10% во время финансового кризиса 2008 года [4]. Великая депрессия с некоторыми временными облегчениями затянулась на добрую часть десятилетия. Финансовый кризис привел к спаду, продлившемуся в США всего три года, хотя он и сопровождался довольно продолжительным периодом медленного экономического роста.

---

\* Точно не было, я сам проверял. Официальный представитель ФРС прислал в ответ на мой запрос следующую записку: «На торжествах по случаю столетия ФРС в 2013 году никаких тортов не было».

Так почему же на праздновании столетия ФРС не было ледяных скульптур? Одна из причин, несомненно, в том, что оценки, которые мы поставили работе Бернанке и ФРС, лишь предварительны. Самая скверная часть финансового кризиса, может, и позади, но последние главы еще не написаны. Баланс активов и пассивов ФРС по-прежнему огромен — по историческим меркам. Центральный банк Америки, стараясь поддержать ликвидность экономики, приобрел беспрецедентно большое количество казначейских ценных бумаг и других активов. Далее ФРС будет ими управлять, постепенно продавая или дожидаясь срока их погашения. В то же время в собственности банков скопились колоссальные резервы, купленные ими у ФРС. Критики ФРС в Конгрессе предложили законопроект, требующий проведения аудитов системы, что на самом деле является не чем иным, как попыткой законодателей более активно и напрямую влиять на кредитно-денежную политику страны. Да и среди простых американцев многие по-прежнему недовольны антикризисными мерами, принятыми ФРС в годы последнего кризиса.

Летом 2015 года я имел честь взять у Бена Бернанке интервью. Надо сказать, он не выглядел человеком, который возвращается в среде радостных людей, празднующих впечатляющие результаты ФРС за последние семь лет или за 93 года до этого. Он больше напоминал генерала, прошедшего сквозь победоносные, но жестокие и изнуряющие годы тяжелых военных испытаний. Финансовый кризис 2008 года был для центральной банковской системы эквивалентом жестокой войны, повергшей ее в сильнейший и непредвиденный шок. В реакции ФРС на кризис использовались как уроки прошлых «военных конфликтов» — Великой депрессии, экономических проблем США в 1970-е годы, Японии в 1990-е, — так и (когда того требовали обстоятельства) импровизация. Деятельность центрального банка, как и сферы здравоохранения или производства, представляет собой процесс, который должен постоянно совершенствоваться, опираясь на прошлый опыт в текущей практике. И сегодня, когда США оправляются после финансового кризиса, а ФРС разменяла второй век в качестве главного финансового института страны, самое время взглянуть на прошлое, осмотреться в настоящем и попытаться заглянуть в будущее. Что мы узнали о работе центрального банка в период кризиса и, что еще важнее, как использовать эти уроки для подготовки к следующему кризису или панике — *ведь без них дело не обойдется?* Иначе говоря, как мы можем улучшить деятельность центрального банка?

## Мы были правы

Многие из базовых принципов, положенных в основу работы центрального банка — я изучал их в аспирантуре, — были в очередной раз подтверждены и закреплены в ходе финансового кризиса 2008 года. Как и в случае с войнами, некоторые из основных уроков кризиса не ограничены временными рамками, как, например, необходимость захватывать и удерживать высоты в военном деле. Далее перечислены некоторые из в очередной раз подтвержденных классических уроков, касающихся работы центральных банков, к сожалению, часто игнорируемых людьми, определяющими финансовую политику.

*Нам просто необходим кредитор последней инстанции.* Массовое изъятие вкладов из банков — это массовое изъятие вкладов из банков, независимо от того, где оно происходит: в традиционном банке Bailey Building & Loan или на рынке РЕПО. Последний финансовый кризис по своей сути был самой что ни на есть финансовой паникой. Бен Бернанке его так часто и называет — паника 2008 года. Выступая в 2014 году перед Американской экономической ассоциацией, он сказал: «Этот кризис имел сильное сходство с классической финансовой паникой, за исключением того, что разворачивался в сложных условиях глобальной финансовой системы XXI века». Как мы уже неоднократно говорили, когда паника распространяется, большие институты заражают здоровые. Частные лица, компании и правительства наперебой борются за ликвидность, что усугубляет лежащий в основе кризис. Со временем историки и экономисты раскритикуют конкретные действия и меры ФРС. Что ж, это их работа. Однако, по мере того как отступает обусловленный кризисом страх, мы не должны забывать, насколько все могло бы быть хуже. Мы всего лишь люди, а потому очень плохо представляем масштабы возможной катастрофы в случае, если бы были приняты другие решения и события развивались по иному сценарию. Мы не должны забывать, насколько близко подошли тогда к полному финансовому краху, который был бы неизбежен, если бы не решительное вмешательство крупных центральных банков мира.

В октябре 2008 года Королевский банк Шотландии, один из крупнейших банков мира, оказался на грани дефолта. На помощь ему пришло правительство Великобритании. Алистер Дарлинг, в то время министр финансов Великобритании, признается: «Я думаю, мы находились тогда в нескольких часах от краха банковской системы» [5].

Насколько же плохи были наши дела? Дэвид «Дэнни» Блэнчфлауэр, член комитета по тарифообразованию Банка Англии в период кризиса, вспоминает один разговор, во время которого Алистер Дарлинг описал те критические часы такими словами: «Он сказал мне, что спросил своих сотрудников: “Что будет, если я не стану их спасать?”. И они ответили: “Мы, конечно, точно не знаем, но считаем, что в этом случае велика вероятность того, что завтра перестанут работать все кредитные карты и банкоматы в мире”. Дарлинг на это заметил: “Да, не слишком много вариантов выбора вы мне оставляете, верно?”. А они ему: “Да уж, не слишком”» [6].

Любой центральный банк, наделенный полномочиями предоставлять неограниченные кредиты платежеспособным, но неликвидным институтам, имеет уникальную возможность остановить финансовую панику. До тех пор пока фундаментально не изменится либо человеческая природа, либо мир финансов, паники не исчезнут. А покуда будут паники, нам нужны центральные банки, которые в случае наступления этого негативного события будут предоставлять кредиты.

*Кредитно-денежная политика имеет значение.* К деньгам часто относятся как к некоему дополнению к вводному курсу экономики. Важен товарообмен, а деньги — лишь инструмент для облегчения данного процесса. И это действительно так. Как мы уже говорили, для этой функции подходят и упаковки консервированной скумбрии, и большие круглые камни, и кусочки бумаги. А еще деньги в долгосрочной перспективе нейтральны, то есть мы не можем сделать общество стабильно богаче, просто дописывая нули на купюрах. Однако в краткосрочной перспективе изменение цены кредитов — цена, по которой банки дают деньги взаймы, — безусловно, не нейтрально. Политика центрального банка влияет на тех, кто покупает автомобили и стиральные машины в этом году, что, в свою очередь, влияет на уровень безработицы среди тех, кто выпускает эти автомобили и стиральные машины, что, опять же, в свою очередь, сказывается на других расходах в экономике и так далее. Когда экономика в 2008 году рухнула, ФРС действовала на редкость смело, снизив краткосрочные процентные ставки с 5,25% почти до нуля и уменьшая долгосрочные процентные ставки с помощью политики количественного смягчения и других мер. Как уже отмечалось, у нас нет возможности узнать, чем все обернулось бы в противном случае, зато имеются вполне убедительные доказательства того, что действия ФРС смягчили падение экономики и ускорили ее восстановление.

*Политическая независимость центрального банка в значительной мере способствует его эффективности.* Мы уже знаем, что центральные банки с высокой степенью политической независимости результативнее борются с инфляцией и обеспечивают стабильный экономический рост. Политиков мотивируют краткосрочные стимулы, центральные же банки должны играть вдолгую. Когда мы действительно способны оградить центральные банки от вмешательства политиков, это существенно повышает эффективность кредитно-денежной политики. Однако традиционная опасность доныне состоит в том, что политики склонны закачивать деньги в экономику сейчас за счет роста инфляции в будущем. Один из уроков финансового кризиса 2008 года, как и потерянных десятилетий в Японии, заключается в том, что центральные банки тоже нуждаются в защите — от борцов с инфляцией. Наиболее суровые критические замечания в адрес ФРС после 2008 года исходили от политических правых, широкий круг представителей которых — от ученых до политиков — настаивал, что каждая мера, принятая тогда ФРС, нацелена на галопирующую инфляцию, а то и гиперинфляцию. Пока эти обвинения не подтвердились. Если бы политики помешали действиям ФРС, результат почти наверняка был бы менее эффективным. И конечно же, не обошлось без нападок на центральный банк левых политиков, причем некоторые из них после 2008 года требовали роста инфляции до целей 6 процентов.

Я вовсе не собираюсь утверждать, что реакция ФРС на кризис 2008 года идеальна, но ответственно заявляю, что все, что она тогда сделала, было лучше того, чем в тот момент мог сделать Конгресс. И все же Конгресс по-прежнему добивается большего контроля над кредитно-денежной политикой. Бывший член совета управляющих ФРС Фредерик Мишкин писал в одной статье: «Кто сказал, что двухпартийная система в Вашингтоне мертва? Да, республиканцы и демократы не могут договориться о способах устранения дефицита бюджета, но в стремлении ослабить независимость ФРС обе партии на редкость единодушны, что не сулит экономике ничего хорошего» [7]. В настоящее время в Конгрессе активно обсуждается законопроект, предполагающий введение аудита ФРС. Точнее говоря, финансовые операции ФРС уже подвергаются аудиту Счетной палаты США и внешнего аудитора, которого нанимает Управление генерального инспектора. Понятно, что Джанет Йеллен не может подогнать автофургон к задней двери ФРС и вывезти оттуда деньги к себе домой, чтобы потом

покупать себе всякую всячину. Просто Конгресс стремится проверять решения, принимаемые ФРС в рамках кредитно-денежной политики. Упомянутый выше законопроект требует от ФРС ввести четкие правила проведения такой политики, а затем, в случае отклонения от них, отчитываться перед Конгрессом.

Элис Ривлин, бывший вице-председатель ФРС и высокоуважаемый политический эксперт с огромным опытом, не жалел слов, давая показания перед комитетом Палаты представителей, который изучал вопрос усиления надзора над ФРС: «Решения в области монетарной политики могут быть политически непопулярными, и создатели Федеральной резервной системы поступили очень мудро, оградив их от политического давления. Включение в этот сплав другой группы, которая будет критиковать принимаемые в рамках кредитно-денежной политики решения, подорвало бы независимость этого органа, который тяжело трудится, занимаясь делом, ради которого создавался» [8].

Пол Волкер для эффективной борьбы с инфляцией в 1970-х годах тоже нуждался в защите от политики\*. Такая же независимость требовалась и Бену Бернанке для борьбы с дефляцией. В любом случае независимость центрального банка — это хорошо и правильно. Как писал Economist в статье, посвященной центральным банкам мира: «Политики должны установить для центральных банков более четкие цели — и оставить их в покое» [9]. О том, какими должны быть эти цели, мы очень скоро с вами поговорим.

*Скромный целевой показатель инфляции лучше нулевого.* До начала финансового кризиса центральные банки пришли к консенсусу, что идеальный целевой ориентир по части инфляции должен быть не нулевым, а в диапазоне от 1 до 3%. С тех пор ФРС устанавливает официальную целевую инфляцию на уровне 2%. Это не означает, что инфляция полезна: в постепенном снижении стоимости денег нет ничего хорошего. Но низкие, предсказуемые темпы инфляции обеспечивают центральному банку больше возможностей для снижения реальных процентных ставок до нулевой отметки во время экономического спада. Мы уже проводили с вами

---

\* Любопытные факты о ФРС: Пол Волкер в колледже писал диплом о том, что ФРС следует восстановить независимость, утраченную во время Второй мировой войны. См. Transcript of the Ceremony Commemorating the Centennial of the Federal Reserve Act, Washington, DC, December 16, 2013.

подсчеты. Если инфляция равна нулю, а ФРС снижает номинальную процентную ставку до нуля, реальная процентная ставка — реальная стоимость заимствования денег — также равна нулю. Это позволяет дать экономике весьма важный стимул. *Но если инфляция составляет 2% и ФРС снижает номинальную ставку до нуля, реальная процентная ставка будет равна 2% со знаком минус.* Если учесть сопутствующее изменение цен, может получиться так, что заемщики в итоге отдадут кредитору меньше (с точки зрения покупательной способности), чем брали. А это еще более мощный стимул.

Еще одно преимущество невысокой целевой инфляции заключается в том, что она удерживает экономику от дефляции и защищает от всех сопутствующих ей проблем. Если боишься сорваться со скалы, не подходи к обрыву. Точно так же, если не хотите получить дефляцию, не ставьте перед собой цель нулевой инфляции, так как при ее достижении даже небольшая оплошность может привести к падению цен. Лучше нацелиться на 2-процентную инфляцию, тогда, если экономическая ситуация ухудшится сильнее, чем ожидалось, результатом станет 1-процентная инфляция, а не 1-процентная дефляция.

*Центральный банк должен регулировать институты, для которых он является кредитором последней инстанции.* Если я служу в добровольной пожарной дружине и, следовательно, согласился в случае пожара бросить все свои дела и мчаться к вашему дому тушить огонь, вполне резонно, что я весьма настойчиво прошу вас убрать масляные тряпки подальше от печки. С потребностью в кредиторе последней инстанции никто не спорит, как и с наличием такого явления, как моральный риск. Единственный способ примирить обе силы — в частности, принять тот факт, что компании и люди, защищенные от конкретного ущерба, склонны к безрассудству — как-то ограничить это потенциально неразумное поведение. В некоторых странах, в том числе в США, роль такого регулятора распределяется между центральным банком и другими государственными органами. Нам, безусловно, нужна более активная и содержательная дискуссия о том, как обеспечить максимально эффективное регулирование компаний, но ее темой должно быть, *как это сделать*, а не *делать ли вообще*. Любая структура, чтобы эффективно спасать ситуацию в плохие времена, должна проводить инспекции в периоды стабильности. Это цена, которую компании платят за беспроблемный доступ к ликвидности во время паники.

## **В 2008 году мы узнали много нового**

Буду предельно честен: в начале 2000-х руководство центрального банка погрязло в самодовольстве. США наслаждались периодом Великого успокоения. Инфляция была побеждена. Страна четко определила свою кредитно-денежную политику. Economist писал: «До финансового кризиса управляющие центрального банка были закулисными технократами: невыбираемые, никому не интересные люди в серых костюмах, которые корректировали процентные ставки ради поддержания стабильных цен согласно точным, согласованным правилам» [10]. Но потом все стало гораздо интереснее. Многие старые правила по-прежнему применялись, но ФРС начала импровизировать, словно заправский джазовый музыкант. Книги, которые я читал в аспирантуре, безнадежно устарели. И сегодня, оглядываясь на финансовый кризис с высоты прошедшего времени (в основном), мы можем извлечь ряд уроков, которые наверняка войдут в новые учебники.

*По достижении нулевой отметки в распоряжение ФРС поступает много эффективных инструментов.* До финансового кризиса многих чисто теоретически интересовал вопрос, звучавший буквально так: какой могла и должна быть ответная политическая реакция ФРС в случае, если бы средства федерального бюджета на протяжении длительного времени оставались на нулевой отметке? В этот момент у ФРС, очевидно, кончились бы боеприпасы, поскольку снизить номинальные процентные ставки до отрицательных значений очень сложно, хотя в принципе и не невозможно. Описывая бесплодность усилий кредитно-денежной политики в условиях, когда ставки близки к нулю, а экономика все еще слабеет, Кейнс использовал яркую метафору — «проталкивать мокрую лапшу». Он, а затем и другие, считал, что единственным эффективным инструментом правовой защиты в этой точке является бюджетно-налоговая политика, в частности снижение налогов и/или государственных расходов для стимулирования спроса. Реакция ФРС в 2008 году доказала, что монетарный инструментарий в данном случае гораздо шире, чем краткосрочные процентные ставки.

В 2000-е годы Банк Японии экспериментировал с количественным смягчением, используя новые деньги для покупки долгосрочных облигаций, когда краткосрочные ставки достигли нулевого уровня, но усилия были относительно вялыми, а результат не слишком убедительным. Во время финансового кризиса ФРС использовала несколько раундов количественного смягчения с более заметным эффектом, а также другие политические меры,



не описанные в учебниках, но вполне согласующиеся с тем, что в них сказано. Научный интерес Бена Бернанке к Великой депрессии оказался на редкость полезным и актуальным. О том-то и речь: сегодня инструментарий кредитно-денежной политики вмещает в себя намного больше инструментов, чем можно было себе представить еще десять-пятнадцать лет назад. А что же руководство центрального банка в их скучных серых деловых костюмах? Автор одной статьи, вышедшей в 2012 году, пишет, захлебываясь от восторга: «В 2008 году они спасли мир от экономического коллапса. Они способствовали восстановлению экономики, не в последнюю очередь путем покупки множества государственных облигаций. Они переписали правила глобальной банковской деятельности» [11].

*Мы должны уделять больше внимания системному риску.* До кризиса у нас было довольно ясное понимание рисков, грозящих отдельным институтам. Вернувшись к аналогии с пожаром, можно сказать, что нам были хорошо известны наиболее распространенные риски и угрозы: курение в постели, неисправные электрические розетки, промасленная ветошь, хранящаяся вблизи открытого огня, и прочее. К сожалению, при этом мы понятия не имели о том, насколько быстро может распространиться пламя, если пожар все-таки начнется. Одни эксперты считали, что рынок жилья в начале 2000-х годов перегревается. Другие предупреждали о недостаточно тщательной проверке платежеспособности ипотечных заемщиков и о причудливых производных финансовых инструментах, которые получались в результате нарезки на куски ранее объединенных в пакеты ипотек. Но практически никто не говорил о том, как снижение цен на жилье может запустить целый каскад негативных событий, способных поставить мировую экономику на грань катастрофы.

Новомодные фразы «системный риск» и «макропруденциальное регулирование» передают мысль о том, что дискретные события могут в итоге привести к чему-то гораздо худшему, чем просто сумма отдельных частей. Конечно, ваши промасленные тряпки могут валяться не у вас в гараже, а на улице, далеко от печки. И я никогда не курю в постели, а только на улице, когда иду на прогулку. До 2008 года мы свято верили, что целиком и полностью контролируем эти риски. А в результате финансового кризиса узнали, что если я, проходя мимо вашего двора, имею обыкновение швырять тлеющие окурки рядом с вашей подъездной дорожкой, где, собственно и сложена ваша промасленная ветошь (действительно не в гараже), это означает, что

мы с вами, возможно, имеем системную проблему. Мелкие нарушения могут взаимодействовать, распространяться и разрастаться такими способами, которых не может предусмотреть ни один человек, ответственный за политические решения.

*Прозрачность и эффективные коммуникации важны для продуктивной работы ФРС так же, как и для большинства других организаций.* Любопытно и даже несколько странно, что кредитно-денежная политика часто окутана тайной. В 1987-м был опубликован посвященный ФРС бестселлер Уильяма Грейдера под названием «Тайна храма». На тыльной стороне обложки Федеральная резервная система описывается как правительственное учреждение, «в каком-то смысле более секретное, чем ЦРУ, и более влиятельное, чем президент или Конгресс». А автор одного из отзывов на книгу изумляется «неловким маленьким секретом», суть которого в том, что «федеральное правительство намеренно вызывает экономические спады, чтобы сбить инфляцию и снизить процентные ставки». Если не обращать внимания на тот факт, что федеральное правительство не является синонимом Федеральной резервной системы, а также на то, что при инфляции процентные ставки, как правило, растут\*, этот предполагаемый «неловкий маленький секрет» на самом деле не что иное, как кредитно-денежная политика.

Секретность и подозрительность отнюдь не те вещи, которые способствуют работе центральных банков. Одна из самых важных миссий центрального банка — формирование ожиданий. Если общество считает, что инфляция в следующем году составит 2%, так, скорее всего, и будет. Такова мощь ожиданий. В то же время, как мы уже знаем, центральные банки как институты вызывают недоверие у политиков и левого, и правого толка. Выполняемые ими функции — механика кредитно-денежной политики — мало изучены. В итоге ФРС стала объектом бесчисленных нападок, многие из которых пронизаны откровенной ненавистью и антисемитизмом. ФРС просто обязана четко доносить до людей, что и почему она делает; только так система сможет установить на рынках нужные ожидания, информировать простых американцев о происходящем и давать разным психам меньше поводов для бессмысленных постов в интернете.

---

\* Когда ФРС повышает краткосрочные ставки для борьбы с инфляцией, долгосрочные процентные ставки иногда могут снижаться, поскольку покупатели облигаций более не ожидают высокой инфляции в будущем и, следовательно, принимают более низкие номинальные ставки.

Должен сказать, что одна из главных инициатив Бена Бернанке во время его пребывания в должности главы ФРС была нацелена на то, чтобы сделать эту организацию более прозрачной. Именно Бернанке начал проводить регулярные пресс-конференции после заседаний FOMC. Бернанке выступал в национальном телешоу «60 минут» и перед студентами вузов, проводил собрания в муниципалитетах. Сегодня ФРС даже имеет свою ленту в Twitter [12]. Тем временем ФРС также установила свой первый официальный целевой ориентир по инфляции (2 процента) и начала использовать инструменты, такие как стратегия обнародования дальнейшей политики, позволяющие заранее оповещать рынки, чего им следует ожидать в будущем.

Нельзя сказать, что подобные изменения обусловлены исключительно финансовым кризисом 2008 года. Бернанке занял пост главы ФРС в 2006 году, исполненный решимости «форсировать прозрачность и подотчетность» системы [13]. Когда же политика ФРС стала менее традиционной, приоритетную часть его миссии составили коммуникации. Мир внезапно обратил внимание на деятельность управляющих центральными банками — неизбранных лидеров с невероятно широкими полномочиями в области использования инструментов, плохо понятных широкой общественности. Так вот, если ФРС намерена сохранить независимость, столь необходимую ей для эффективной работы, она не может оставаться «более секретной, чем ЦРУ». В 2011 году группа экспертов в области кредитно-денежной политики опубликовала доклад под названием «Переосмысление деятельности центрального банка» с рекомендациями по реформе системы, основанными на опыте, приобретенном во время кризиса. В одном из разделов доклада признавалась уникальная потребность в сохранении центральными банками как политической независимости, так и политической легитимности. Граждан в демократических странах призывают передать власть институтам, целенаправленно изолированным от политиков. Но грань здесь, надо сказать, очень тонкая. В финале отчета сказано: «Независимость политически жизнеспособна только в сочетании с отчетностью, а лучший способ улучшить отчетность — более прозрачные и откровенные относительно своих задач и тактик центральные банки» [14].

## **Мы все еще учимся**

Финансовый кризис 2008 года потряс сами основы экономики. Множество привычных моделей были списаны со счетов без какой-либо замены. Хотя последнее десятилетие, возможно, нас кое-чему и научило, а также укрепило

некоторые наши прежние убеждения, оно также подняло ряд вопросов, на которые нам еще предстоит ответить. И если наша цель — улучшить деятельность центрального банка, тем самым обеспечив макроэкономическую и финансовую стабильность, то нам необходимо найти ответы на эти вопросы, по-прежнему вызывающие острые дискуссии среди экспертов.

*Сможет ли ФРС расчистить баланс, не спровоцировав очередной кризис?* Как мы уже знаем, ФРС агрессивно реагировала на финансовый кризис 2008 года, активно скупая облигации и другие ценные бумаги. Цель состояла в том, чтобы вливать ликвидность в экономику и понижать процентные ставки. С этим все ясно. Здесь дело в другом: когда ФРС покупает активы на новые деньги, эти активы надо куда-то складывать — ну хоть в очень большой сейф в углу кабинета главы ФРС, — просто куда-нибудь. С бухгалтерской же точки зрения они идут на баланс ФРС. Кредитно-денежная политика всегда работает именно так. Когда ФРС снижает процентные ставки, она покупает ценные бумаги казначейства в обмен на новые деньги, указывая эти ценные бумаги в балансе как активы, а новые деньги как пассивы. Это просто метод двойной бухгалтерии в применении к кредитно-денежной политике. А чтобы поднять ставки, ФРС делает обратное, продавая активы с баланса в обмен на банковские резервы и тем самым списывая как активы, так и пассивы.

Если вам нравится бухгалтерия, отлично. Если же нет, не напрягайтесь. Самое важное то, что ФРС в настоящее время владеет беспрецедентным количеством ценных бумаг. Гении бухучета без труда подсчитают, что статьи активов бухгалтерского баланса увеличились примерно с 800 миллионов долларов в 2005 году до более четырех триллионов долларов в 2015-м [15]. А остальные, обычные люди просто могут себе представить ящики и коробки облигаций, штабелями сложенные в кабинете главы ФРС, бумаги из которых уже вываливаются в коридор. Помните, что ФРС купила их у банков, так что не следует забывать и о параллельном развитии событий: получается, банковская система «сидит» почти на трех триллионах долларов резервов — на электронных деньгах, лежащих на счетах ФРС, которые теоретически в любой момент могут быть выданы в качестве кредита. Разве эта из ряда вон выходящая ситуация разрешится сама собой?

Некоторый оптимизм вселяет то, что по мере восстановления экономики ФРС может прибегнуть к ужесточению политики, продавая активы и выбирая банковские резервы. Это было бы замечательно. Менее оптимистичный

сценарий заключается в том, что банки, почувствовав по ходу восстановления экономики прилив уверенности в себе, начнут выдавать эти резервы в кредит, из-за чего новые деньги будут стремительно проходить через банковскую систему, вызывая инфляцию, о которой критики трубят вот уже много лет. Аналогичную озабоченность вызывает и то, что, когда процентные ставки станут расти, ФРС будет терять деньги на ценных бумагах в своем портфеле. (Курс облигаций изменяется обратно процентным ставкам, так что при их повышении стоимость огромного портфеля облигаций ФРС будет снижаться.) Надо сказать, саму ФРС не слишком тревожат обе перспективы, в значительной степени потому, что у нее есть инструменты для управления ставками, при которых банки начинают кредитовать свои резервы, например повышение процентной ставки, которую ФРС платит по хранящимся у нее избыточным резервам. Помните, что ФРС играет роль банкира для банков. Она может повышать или понижать ставку, которую выплачивает по вкладам коммерческих банков — точно так же, как эти банки варьируют ставку для своих клиентов. Если ФРС поднимает ставку по избыточным резервам, банки — собственники этих резервов будут менее склонны использовать их для выдачи новых кредитов. Но следует учесть, что ФРС не похожа на магазин, торгующий сэндвичами, или страховую компанию. Беспокойство о том, что ФРС «теряет деньги» из-за изменения стоимости активов на своем балансе, в значительной степени бессмысленно. Но, как только вы начинаете создавать деньги, щелкая по клавишам компьютера, обычные правила финансовой системы существенно меняются.

И все же мы не можем объявить об окончании финансового кризиса 2008 года до тех пор, пока это действительно не произойдет. Аллан Мельцер, один из экспертов по вопросам кредитно-денежной политики, предсказавший после первых вмешательств ФРС страшную инфляцию, по-прежнему рассматривает огромные количества банковских резервов как угрозу. В конце 2014 года он писал: «Я публично признал, что ошибся, не сумев предугадать, что банки решат придержать 2,5 триллиона долларов новых резервов, предоставленных им ФРС. Ничего из того, что я говорил, не случилось, а 2,5 триллиона и сейчас остаются на балансах банков. Есть, конечно, небольшая вероятность, что ФРС найдет способ постепенно выбрать эти резервы, не спровоцировав при этом инфляции или экономического спада, либо и того и другого. Однако история ФРС не дает нам особых оснований для уверенности в том, что она преуспеет в решении этой задачи» [16].

Мельцер сравнивает нынешнее признание действий ФРС успешными с заявлением о победе в спортивном матче во время его перерыва. И он прав. На сегодняшний день с начала финансового кризиса 2008 года прошло уже десять лет, но ставить точку, безусловно, рано. Этот необычно длительный период близких к нулю процентных ставок, возможно, уже посеял семена, которые прорастут очередным кризисом. Как минимум некоторые непреднамеренные негативные последствия в высшей степени вероятны. Мы, возможно, видим свет в конце туннеля, но пока еще в нем находимся. Критики эффективности ФРС начиная с 2008 года все еще твердят о приближающемся на всех парах поезде, а мы по-прежнему не можем доказать, что они не правы.

*Что должна пытаться делать ФРС?* Это не вопрос с подвохом. Спор о том, должен ли центральный банк Америки фокусироваться исключительно на обеспечении ценовой стабильности, обнародуя свои ориентиры по части инфляции, а затем достигая намеченной цели, или же ему следует также сосредоточиться на поддержании полной занятости населения, как в настоящее время предписывает закон, ведется давно. Фокус на ценовой стабильности и борьбе с безработицей — так называемый двойной мандат, выданный ФРС согласно Закону о реформе Федеральной резервной системы, принятому в 1977 году\*. Как это обычно бывает в жизни, необходимость достигать сразу двух целей размывает задачу. Скажем, если я отправляю дочь в колледж с напутствием: «Будь осторожна и хорошенько повеселись», то как ей поступить? Соблюдать осторожность, как правило, не слишком весело, а веселиться небезопасно. Это, конечно, не всегда компромисс, но иногда это действительно так, а управлять компромиссом изначально труднее, чем концентрироваться на какой-то одной цели. Здесь нелишне напомнить, что другие центральные банки мира, например ЕЦБ, отвечают исключительно за поддержание ценовой стабильности.

С точки зрения критиков, двойной мандат для центрального банка является чем-то вроде эквивалента синдрома дефицита внимания, то есть психического отклонения, из-за которого ФРС отвлекается от своей ключевой

---

\* Как отмечалось в главе 5, Закон о реформе Федеральной резервной системы от 1977 года возлагает на ФРС ответственность за достижение трех целей: ценовой стабильности, полной занятости населения и умеренных долгосрочных процентных ставок. Поскольку низкий уровень инфляции естественно ведет к умеренным долгосрочным ставкам, эти две цели, по сути, дублируют друг друга, в связи с чем чиновники от экономики, говоря о двойном мандате, имеют в виду две остальные цели.

задачи — борьбы с инфляцией. Эта группа, как правило, правого толка, считает фокус ФРС на проблеме занятости населения неэффективным и потенциально опроретчивым. Массовая покупка облигаций, ассоциируемая с политикой количественного смягчения, только усугубила их тревогу. Канал CNN в 2010 году сообщал: «Некоторым критикам надоело, что ФРС отдает приоритет созданию рабочих мест, рискуя при этом повышением цен. Они утверждают, что попытки содействовать росту занятости и параллельно предотвращать инфляцию доказали свою несостоятельность и привели к политике излишнего вливания дешевых денег, чреватой весьма опасными последствиями для экономики» [17]. Примерно в то же время Майк Пенс\*, тогда конгрессмен-республиканец от Индианы, а затем и губернатор этого штата, предложил законопроект, ограничивающий миссию ФРС исключительно поддержанием ценовой стабильности [18]. Со своей стороны критики левого толка распекали ФРС за недостаточно решительные действия на фронте борьбы с безработицей в условиях отсутствия инфляции.

Пол Волкер утверждает, что за все время пребывания на посту главы ФРС ни разу не использовал термин «двойной мандат», в первую очередь потому, что контроль над инфляцией является необходимым условием здоровой экономики. Он вспоминает: «Самое важное, что мы можем сделать для процветания и стабильного экономического роста, — это поддерживать ценовую стабильность. Так что от двойного мандата мы отказались» [19]. И все же медленное, но верное восстановление экономики после финансового кризиса, когда условия были совершенно иными, чем в 1970-е, свидетельствует о том, что ФРС играет сегодня важную роль в повышении уровня занятости — и это помимо ее роли гаранта ценовой стабильности. До сих пор безработица в США стабильно снижалась без каких-либо признаков инфляции (и быстрее, чем в других странах мира, где центральные банки действовали менее агрессивно). Бен Бернанке обеспечивает всестороннюю защиту двойного мандата, идущую вразрез с четким фокусом Волкера на инфляции. Бернанке объясняет свою позицию так: «На практике все центральные банки имеют двойные мандаты, по крайней мере в какой-то степени. Ларс Свенссон ввел термин “гибкое инфляционное таргетирование”, который, по сути, означает, что вы пытаетесь достичь намеченного ориентира по инфляции во временном интервале 2–3 года, но в краткосрочной перспективе

---

\* Нынешний, 48-й, вице-президент США. *Прим. ред.*

имеете некоторую возможность реагировать на конкретные экономические условия, в том числе на события на рынке труда. Например, если понаблюдать за фактическими действиями ФРС и Банка Англии, они не будут радикально отличаться, несмотря на то что Банк Англии формально контролирует исключительно инфляцию, а ФРС имеет двойной мандат. Эту свободу действий обеспечивает гибкое таргетирование инфляции. Просто в случае с ФРС мандат, требующий также уделять внимание борьбе с безработицей, более точен и определен [20].

*Когда центральный банк работает эффективнее — при наличии четких правил, регламентирующих кредитно-денежную политику, или возможности в случае необходимости действовать по своему усмотрению?* Иными словами, не приносят ли все эти джазовые импровизации ФРС больше вреда, чем пользы? Может, Федеральной резервной системе следует просто читать ноты? По поводу основных параметров деятельности ФРС — снижения процентных ставок, когда экономика работает ниже потенциала, и их повышения, когда экономике грозит перегрев, — разногласий, по сути, нет. Вопрос в том, нельзя ли жестче закрепить на законодательном уровне такие понятия, как «ниже своего потенциала» и «снижение процентных ставок», чтобы удалить из уравнения то, что критики ФРС могут охарактеризовать как произвольное вмешательство. Иначе говоря, повысится ли эффективность функционирования ФРС, если она будет следовать четким правилам кредитно-денежной политики, а не действовать по усмотрению своего главы и его коллег — членов Комитета по операциям на открытом рынке? Милтон Фридман в свое время предлагал переложить управление предложением денег на компьютер [21]. Но когда выяснилось, что взаимосвязь между денежной массой и экономикой в целом менее стабильна, чем он думал, ученый отказался от этой идеи. (Вероятность того, что соотношения между переменными могут изменяться с течением времени или в разных экономических обстоятельствах, является одним из сильнейших аргументов против строгих правил монетарной политики.)

Совсем недавно Джон Тейлор, экономист Стэнфордского университета и убежденный сторонник подхода, основанного на более четких правилах для ФРС, так описал свое видение в статье в *Wall Street Journal*: «Цель обеспечения долгосрочной ценовой стабильности следует дополнить требованием, чтобы ФРС формулировала и публично сообщала о своей стратегии в области установления процентной ставки или управления денежной массой,



направленной на достижение этой цели. Если же ФРС отклонится от ранее выбранной стратегии, она обязана предоставить письменные объяснения и дать соответствующие показания в Конгрессе» [22].

Очевидно, неслучайно самым распространенным правилом монетарной политики считается правило Тейлора — да-да, оно названо так в честь вышеупомянутого Джона Тейлора. Это правило предполагает установление оптимальной процентной ставки по федеральным фондам на основе формулы, отражающей соответствие экономики своему потенциалу и изменение цен по отношению к целевому показателю инфляции\*. Правило понятное и согласуется со всем, что мы обсуждали в предыдущих тринадцати главах. *Его прелесть — в простоте и точности.* Подставляешь цифры и получаешь «правильный» ответ. Да с правилом Тейлора, набором достоверных данных и калькулятором даже мой двенадцатилетний сын мог бы без проблем разработать и реализовать эффективную кредитно-денежную политику, а ФРС, конечно же, благодаря этому совершила бы намного меньше ошибок, чем сделала в результате своих гиперактивных и часто произвольных действий. Джон Тейлор утверждал, что ФРС сначала занижала ставки накануне краха на рынке недвижимости, затем промахнулась при их повышении, а теперь опять слишком долго удерживает их чересчур низкими. И что еще важнее, экономист убежден, что подход на основе четких правил позволил бы избежать подобных ошибок [23].

Понятно, что руководителям центральных банков не по вкусу идея, что их без труда можно заменить формулой и двенадцатилетним мальчишкой с обычным калькулятором. Экономисты же единодушно признают, что правило Тейлора — удобный и простой инструмент, который позволяет весьма точно описать работу кредитно-денежной политики в последние несколько десятилетий. Политический вопрос заключается в том, имеет ли это правило *нормативную* ценность в перспективе. Ответить на него довольно сложно.

---

$$i = r^* + p + 0,5 (pi - pi^*) + 0,5 (y - y^*),$$

где

$i$  = номинальная ставка по федеральным фондам;

$r^*$  = реальная ставка по федеральным фондам (как правило, 2%);

$pi$  = уровень инфляции;

$pi^*$  = целевой уровень инфляции;

$y$  = логарифм реальной эффективности экономики;

$y^*$  = логарифм потенциальной эффективности экономики.

<http://www.investopedia.com/articles/economics/10/taylor-rule.asp>

Оставим на время двенадцатилетнего мальчика и подумаем о конкретных данных. Дэвид «Дэнни» Блэнчфлауэр, экономист из Дартмутского университета, в свое время работавший в комитете по тарифообразованию Банка Англии, указывает, что данное правило подразумевает ложную точность. Он, в частности, объясняет: «Спор о правиле Тейлора напрямую касается того, какой смысл вы в него вкладываете. Вам приходится гадать по шкале разрыва между фактической и потенциальной эффективностью [насколько сильно экономика отстает от своего естественного ограничения скорости]. В 2008 году самые большие расхождения между мной и остальной частью комитета были в основном из-за размера этого разрыва и того, как он меняется» [24].

А если мы не достигли согласия по поводу скоростного ограничения экономики и того, насколько быстро мы сегодня движемся вперед, то никакая формула не скажет нам, быстрое это движение или чересчур медленное. Кроме того, потенциальная эффективность экономики непременно будет меняться со временем, как и ряд других соотношений в формуле Тейлора. Как сказал бывший управляющий ФРС Кевин Уорш: «В конце концов, экономика и реализация кредитно-денежной политики — это вам не физика» [25]. И, как заметил Бен Бернанке, ФРС не вытаскивает процентные ставки из шляпы словно кролика. Существуют четкие цели и основанные на правилах системные процессы — просто ничто не связывает ФРС руки так крепко, как хотелось бы критикам ее независимости.

*Достаточно ли высок 2-процентный целевой ориентир по уровню инфляции?* Двадцать лет назад никто не стал бы всерьез задавать такой вопрос. Слишком маленькая инфляция? Шутить изволите? И все же еще один урок, преподанный нам финансовым кризисом 2008 года, заключается именно в том, что более высокий уровень инфляции в нормальные времена обеспечивает центральный банк большим пространством для маневра — для снижения ставки в случае, когда времена ухудшаются, как описывалось ранее в главе. Это одна из идей, выдвинутых в докладе «Переосмысление макроэкономической политики», подготовленном экономистами МВФ в 2010 году. Главный экономист МВФ Оливье Бланшар и его коллеги, в частности, пишут: «Более высокий средний показатель инфляции и, следовательно, более высокие номинальные процентные ставки для начала, позволили бы сильнее понижать ставки [во время финансового кризиса] и таким образом, вероятно, уменьшить падение объемов производства и предотвратить серьезное

ухудшение состояния бюджета» [26]. Я ранее уже высказывался в пользу скромного ориентира по уровню инфляции, но если 2% хорошо, то, может, 4% лучше? Нам всем известно, чем чревата инфляция, но если относительно нее установлена четкая цель и этого явления все ожидают, ущерб сводится к минимуму. Мир, который привык к 2-процентной инфляции, точно так же может адаптироваться к 4-процентному показателю. Ожидания общества изменятся, и задача центрального банка несколько облегчится.

Но так ли это? Борьба с инфляцией была жесткой и изнурительной. Если общество убеждено, что целевой показатель по инфляции должен удвоиться, то что помешает ему удвоиться снова? Пол Волкер (он же Человек — борец с инфляцией) критикует эту идею. В свое время он не переустанавливал мировые инфляционные ожидания, чтобы политики потом профукали это преимущество. В обзорной статье *New York Times* Волкер предупреждал, что более высокая инфляция сродни песни сирены, одновременно «заманчива и предсказуема». Волкер критиковал конкретную идею временного повышения уровня инфляции вместо постоянного изменения значения целевого показателя, но его критика поддается обобщению. «Инстинкт постоянно подсказывал бы повысить еще чуть-чуть — кажущаяся временной мерой “разумная” 4-процентная инфляция вскоре стала бы 5-процентной, а затем 6-процентной и так далее». А у Человека — борца с инфляцией, ушедшего на пенсию, нет ни малейшего желания возвращаться на работу и опять бороться с растущими инфляционными ожиданиями общества [27].

Существует еще один вариант, который теоретически мог бы сочетать преимущества инфляционного таргетирования с большей гибкостью при регулировании темпов инфляции — таргетирование номинального ВВП. (Номинальный рост ВВП складывается из суммы реального роста и инфляции — изменение объема производства товаров и услуг плюс изменение их стоимости.) При таком подходе ФРС нацеливается на обеспечение последовательных темпов роста номинального ВВП, скажем 5%. Впоследствии этим темпам инфляции будет позволено колебаться в зависимости от реальных экономических показателей. Предположим, реальный рост составляет всего 1%, что, по мнению большинства экономистов, ниже, чем должны быть естественные долгосрочные темпы экономического роста (они считают, что этот показатель должен находиться в диапазоне 3%). Таргетирование номинального ВВП предписывало бы уровень инфляции в 4%, то есть политику «супердешевых денег», до тех пор пока рост не вернется в нужный тренд.

И наоборот, быстро развивающаяся экономика, к примеру с 4,5-процентными темпами реального роста, предписывала бы гораздо более жесткую кредитно-денежную политику и более низкий уровень инфляции (всего 0,5%). Ориентация (таргетирование) на номинальный рост, а не на конкретный целевой показатель инфляции обеспечивает политиков большей гибкостью в борьбе с колебаниями экономики. Как отмечает один блогер, пишущий на экономическую тему, «это тайный способ временного повышения целевого уровня инфляции без нежелательных последствий, которые возникают, когда то же самое делается явно» [8]. (Эту же идею высказывали и другие уважаемые эксперты, в том числе колумнист New York Times Пол Кругман.) Таким образом, ваше отношение к идее таргетирования номинального ВВП, скорее всего, во многом определяется вашим отношением к тому, как ФРС изменяет свой целевой ориентир по инфляции.

Бен Бернанке указывает еще на одну, более прагматичную проблему: таргетирование номинального ВВП требует от широкой общественности глубокого понимания действий ФРС, в том числе понимания концепции движущейся цели по инфляции. Понятно, что сформировать ожидания рынка относительно движущейся цели намного труднее. А если инфляционные ожидания общества не отслеживают того, что пытается сделать ФРС, политика работать не будет.

В данном случае важно то, что ФРС всегда ищет более эффективные инструменты. Когда ФРС возглавил Пол Волкер, система занималась в первую очередь управлением процентными ставками. Под его руководством она перешла на политику управления денежной массой, что наделило ее достаточно большими полномочиями для борьбы с инфляцией. В 1990-е годы ФРС, возглавляемая уже Гринспеном, перешла на таргетирование инфляции, хотя пока и без формального ориентира. Бен Бернанке установил четкий целевой ориентир по инфляции — 2%. Каких формальных усовершенствований нам ждать в будущем?

*Должен ли центральный банк вскрывать пузыри?* Пузыри на рынке активов — наши верные «друзья» эйфория и паника — проклятие любой финансовой системы. Такие пузыри для финансов — то же самое, что дорожно-транспортные происшествия для транспортной системы. Мы всегда стараемся найти лучший способ минимизировать от них ущерб с учетом неизбежных движущих факторов. Насколько активно центральный банк должен использовать кредитно-денежную политику для предотвращения

выхода пузырей из-под контроля, вместо того чтобы смягчать удар после того, как неизбежные аварии уже произошли, — если, конечно, он вообще должен это делать? Многие экономисты считают, что центральным банкам следует «дуть против ветра», повышая процентные ставки при первых же признаках образования пузыря на рынке активов. Более высокие процентные ставки остудят эйфорию и сделают панику, если она все же возникнет, либо менее вероятной, либо менее вредоносной. ФРС часто обвиняют в том, что она, удерживая в 2000-е годы ставки на слишком низком уровне, способствовала пузырю на рынке недвижимости. Комиссия по расследованию финансового кризиса провергла это объяснение причин кризиса, указав, в частности, на то, что такие пузыри возникали и в других странах, реализующих гораздо более жесткую кредитно-денежную политику.

Согласно противоположной точке зрения кредитно-денежная политика не слишком эффективный инструмент для решения проблемы пузырей на рынке активов, поэтому ФРС просто должна быть готова урегулировать беспорядок, который возникнет после того, как пузырь лопнет. Для этого ей нужно обеспечить рынок ликвидностью и понизить процентные ставки после свершившегося факта. И это не такой уж попустительский подход, как может показаться поначалу. Распознать пузырь активов до того, как он лопнет, крайне трудно. В любом случае, когда остальная часть экономики слаба, повышение процентных ставок может оказаться слишком расточительным инструментом — чем-то сродни пресловутому убиванию комара кувалдой.

В последнее время в дебатах по поводу двух вышеописанных подходов наметились некоторые сдвиги. Экономист и бывший управляющий ФРС Фредерик Мишкин провел четкое различие между пузырями, которые серьезно вредят кредитным рынкам, и теми, которые этого не делают. В пузыре, надутым кредитами, чрезмерное заимствование порождает иррациональный энтузиазм, по спирали разрастающийся до катастрофы, наносящей существенный ущерб всей финансовой системе. Базовый сценарий нам хорошо известен: заимствование приводит к росту стоимости активов, способствуя дальнейшему кредитованию под эти активы, что, в свою очередь, ведет к еще большему росту цен на активы и так далее. Пребывая в эйфории из-за растущих цен, финансовые институты меньше беспокоятся о соблюдении стандартов кредитования, поскольку рост стоимости залога, под который они кредитуют средства, защищает их от убытков. Не правда ли, звучит знакомо?

А когда пузырь лопается, все начинает идти в противоположном направлении: цены на активы падают, все больше кредитов переходят в разряд безнадежных, кредиторы урезают кредитование, цены на активы снижаются еще сильнее. Финансовые институты сталкиваются с проблемами, что приводит к дальнейшему ограничению кредитования экономики в целом. Это страшное кино мы уже видели: в Японии в 1989 году, в США в 2008-м и в нашей гипотетической идиллической деревне из главы 4. Но есть и другое, менее страшное кино — пузырь второго типа, при котором иррациональный энтузиазм не взаимодействует с финансовой системой на таком глубоком уровне. Например, интернет-пузырь в конце 1990-х годов сопровождался очень ограниченным кредитованием при росте цен на акции. Конечно, оценочная стоимость высокотехнологичных компаний была нелепо завышенной. Да, некоторые фирмочки, которые не заработали ни доллара, стоили на бумаге больше, чем гиганты вроде IBM. А семнадцатилетние хипстеры, занимавшие посты CEO\*, нередко несли откровенные глупости. («Благодаря технологиям правительство станет ненужным»\*\*) Тем не менее, несмотря на весь откровенный идиотизм и безумие, такие пузыри, лопаясь, лишь очень незначительно влияли на экономику, поскольку это не слишком сильно сказывалось на финансовой системе.

Все это предполагает еще одно, третье направление упомянутой выше дискуссии. Хотя регулирующие органы нередко распознают пузырь, только когда становится уже слишком поздно, они, безусловно, способны вовремя выявить дрянные практики кредитования, независимо от того, переоценены активы или нет. Как я уже рассказывал, однажды, году в 2005-м, моему псу предложили предварительно одобренную кредитную карту с пятизначным кредитным лимитом. (Я раньше подписался от его имени — лабрадор по кличке Би Бастер Уилан — на *New Yorker*, а какой-то эмитент кредитной карты, очевидно, купил список подписчиков.) Это говорит о том, что кредитные рынки в то время полностью вышли из-под контроля. Очевидно, что разразившийся вскоре крах на рынке недвижимости не был бы даже приблизительно столь катастрофическим, если бы финансовые институты не раздавали кредиты собакам в прямом и переносном смысле слова. Бен Бернанке, выступая в 2010 году перед Американской экономической ассоциацией,

---

\* Генеральный директор. *Прим. ред.*

\*\* Правда-правда, я слышал это собственными ушами.

сказал: «Усиление регулирования и надзора, направленное на решение проблем с андеррайтерскими практиками, и управление рисками кредиторов было бы более эффективным, хирургическим подходом к сдерживанию пузыря на рынке недвижимости, нежели общее повышение процентных ставок» [29].

Итак, мы сделали важный вывод: *нельзя выдавать кредитные карты собакам*. В связи с этим возникает следующий вопрос.

*Правильно ли мы понимаем идею регулирования?* В 2005 году в городе Бойсе, Айдахо, ввели запрет на полное оголение в общественных местах, за исключением случаев, когда это требуется в интересах «серьезного художественного выражения». Вскоре после этого городской эротический клуб для мужчин Erotic City Gentlemen's Club начал проводить так называемые художественные вечера, на которых завсегдатаям, похотливо наслаждавшимся видом полностью обнаженных дам, раздавали карандаши и альбомы. Полиция обвинила клуб в нарушении вышеупомянутого закона (потому что «сотрудники полиции пришли к выводу, что завсегдатаи заведения фокусировались вовсе не на искусстве») [30]. Тем не менее сообразительностью владельцев клуба нельзя не восхищаться, а регулирующие органы она должна пугать. Суть и природа финансового регулирования заключаются в том, что оно обычно пытается ограничить определенные виды деятельности определенных институтов сотнями страниц юридического текста, посвященного максимально конкретному определению этих видов деятельности и институтов — например, «банк», «кредитование», «серьезное художественное выражение».

В сущности, регулирование финансовой системы сродни компьютерной игре «Ударь крота». Финансисты — люди умные, и подобно нам, остальным, не любят, когда правительство указывает им, что делать или не делать. Когда регулирующие органы пытаются устранить один из факторов уязвимости финансовой системы, они часто открывают дверь для других проблем — например, для роста теневой банковской системы. Как объясняет Бен Бернанке: «Отчасти проблема в том, что все нормативные акты похожи на забор. Все, кто входит в огороженную им категорию, должны “это” делать, а те, кто за забором, от данной обязанности освобождаются. Так что, естественно, всегда будут попытки перескочить через забор. Именно так работают финансовые рынки, и именно так поступают люди» [31]. Пытаясь изменить модель поведения, способствовавшую финансовому кризису 2008 года, Конгресс

исписал около трех тысяч страниц. Но умным и предприимчивым людям платят огромные деньги за умение находить лазейки, позволяющие избегать правил и предписаний. («Эй, это вовсе не стриптиз-клуб! Это художественная школа».) Так что нам, возможно, понадобятся еще тысячи страниц.

Избиратели в любом случае не слишком жалуют регулирующие органы, что вполне объяснимо. Только задумайтесь о природе того, чем они занимаются. Если регулирование позволяет избежать кризиса — реальная цель, — люди так и не узнают, какая опасность им грозила. Мы просто возмущаемся любыми затратами и неудобствами, которые навязывают нам регуляторы, и нам невдомек, что эти меры, возможно, предотвратили сильнейший долговой кризис или крах на рынке недвижимости. Когда проблема решается за счет превентивных мер, героев нет. Но если худшее все-таки случается, регулирующим органам непременно предъявят обвинение в бездействии.

Существует также менее мягкое мнение о том, почему наше финансовое регулирование не столь эффективно, как могло бы быть: просто компании с Уолл-стрит благодаря своему влиянию получают от Конгресса желаемое. Саймон Джонсон, бывший главный экономист МВФ и автор книги *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown\**, утверждает, что одни из множества вращающихся дверей в Вашингтоне расположены между высшими должностями в регулирующих органах правительства и чрезвычайно прибыльными рабочими местами в сфере финансов или консультационных услуг крупных финансовых компаний. Эти связи могут быть невероятно удобными для обеих сторон — и чреватые немалыми издержками для налогоплательщиков. Джонсон пишет: «Мы часто обсуждаем деятельность центрального банка с использованием сухих, технократических терминов, забывая о стоящих за этой деятельностью властных структурах. Когда мы смотрим на другие страны, мы эти властные структуры видим. Но упорно отказываемся видеть их в США» [32].

После 2008 года стало очевидно, что центральные банки должны сфокусироваться на финансовой стабильности. Многие из норм и правил, принятых с тех пор, совершенно разумны и рациональны. Например, требование о составлении «завещания о жизни» для системно значимых финансовых институтов теоретически защищает систему от заражения, не повышая при этом риска недобросовестности. Завещание о жизни — это план организованного

---

\* Издана на русском языке: *Джонсон С., Квак Дж. 13 банков, которые правят миром. Карьера Пресс, 2013. Прим. ред.*



ропуска компании в случае ее неплатежеспособности во избежание распространения паники и нестабильности в рамках всей остальной системы. Срабатывает ли это? И не начнут ли финансовые институты перестраивать себя и свои продукты способами, которые позволят им остаться за периметром регуляторного забора? Понятия не имею. Но я знаю, что ответы на эти вопросы будут определять, станет ли финансовый кризис 2008 года уникальным событием XXI века или нам придется начать их нумеровать, как мы нумеруем мировые войны.

*Не пришло ли время для Бреттон-Вудского соглашения II?* Все жалуются на последствия расторжения первого. США обвиняют Китай в манипуляциях с юанем. Китай оспаривает роль доллара в качестве мировой резервной валюты. Небольшие страны с собственными валютами несут двойные убытки из-за серьезных колебаний обменных курсов. Маленькие страны, не имеющие своих валют, тревожатся о том, как бы не повторить печальную судьбу Греции. Весь мир обеспокоен дисбалансами — огромными тайными залежами международных резервов, накопленными такими странами, как Китай, и огромными дефицитами стран вроде США. А капиталы между тем движутся сегодня через границы быстрее, чем прежде, еще больше усугубляя все виды нестабильности. Ну кому все это понравится?

Однако здесь можно задать более конструктивный вопрос: а что было бы лучше? Ответ на него, к сожалению, так просто не получить. Один из уроков введения евро состоит в том, что наднациональные денежные механизмы неэффективны в отсутствие соответствующей государственной машины. В настоящее же время международного института, облеченного полномочиями и властью, которые позволяли бы заставить работать международную валютную систему, нет. И как вообще это может выглядеть? Еще один важный урок последних нескольких десятилетий заключается в том, что кредитно-денежная политика имеет существенные «трансграничные побочные эффекты», как описал Комитет Брукингского института по пересмотру деятельности центрального банка. В результате, когда США проводят политику количественного смягчения, странам от Индии до Бразилии приходится беспокоиться по поводу роста стоимости их валют или внезапного притока капитала, привлеченного повышенной доходностью инвестиций [33]. Очевидно, было бы здорово, если бы эта система была более упорядоченной и предсказуемой.

Может, такой, как золотой стандарт? Как отметил один бывший высокопоставленный чиновник Казначейства, чем упорядоченнее и предсказуемее международная валютная система, тем менее гибкой она будет во времена кризиса. А отсутствие достаточной гибкости в трудные времена усложняет меры, необходимые для исправления ситуации. Мы, в сущности, хотим получить невозможное: преимущества свободного капитала без спадов и крахов; гибкость плавающих обменных курсов без непредсказуемости; способность адаптировать отечественную кредитно-денежную политику к внутренним потребностям без проблем, неизбежно возникающих, когда другие страны поступают точно так же. Учитывая все это, Саймон Джонсон описывает великую глобальную сделку по достижению договоренности типа Бреттон-Вудса II как «практически невозможную» [34]. Так что нам еще придется поломать над этим голову.

И все же ничто из вышесказанного не должно умалять достижений центральных банков мира благодаря поддержке целого ряда важных экономических идей, теорий и выводов. Конечно, финансовый кризис 2008 года весьма весомый повод для смирения. Однако следует признать, что его последствия далеко не столь губительны, как во время Великой депрессии, да и предшествовавшая ему паника была не так велика. Мы, безусловно, набираемся опыта и умений в борьбе с экономическими кризисами.

Уникальные проблемы, связанные с управлением фидуциарными деньгами, неизбежны ввиду *невероятной способности создавать деньги там, где их до этого не было. Или же забирать их*. Центральный банк оказывает огромное влияние на экономику — на наши рабочие места, сбережения, дома, — но в этом он подобен нейрохирургам, которые проводят операции на живом мозге ради блага пациента, но всегда рискуя ухудшить его состояние. Люди нередко в буквальном смысле слова живут или умирают в соответствии с решениями ФРС, и, когда решения ошибочны, это сказывается на нас очень сильно. Как бы там ни было, надеюсь, что убедил вас хотя бы в том, что деньги очень важны, и не только потому, что каждый хочет иметь их больше, но и потому, что благодаря той же системе, которая кладет двадцать долларов нам в карман, возможны и все остальные виды экономической деятельности.

# Примечания

## *Введение*

1. John Whitesides, «Senior U.S. Lawmakers Condemn ‘Provocative’ Currency Devaluation», Reuters, August 11, 2015.

## *Глава 1*

1. Carl Menger, «On the Origins of Money», *Economic Journal* 2 (1892).
2. Choe Sang-Hun, «North Korea Revalues Its Currency», *New York Times*, December 2, 2009.
3. Ibid.
4. Barbara Demick, «Nothing Left», *New Yorker*, July 12 and 19, 2010.
5. См. [www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm).
6. Justin Scheck, «Mackerel Economics in Prison Leads to Appreciation for Oily Fillets», *Wall Street Journal*, October 2, 2008.
7. «Hard to Kill», *Economist*, March 31, 2012.
8. Ibid.
9. Ibid.
10. Michael Phillips, «U.S. Money Isn't As Sound as a Dollar», *Wall Street Journal*, November 2, 2006.
11. Ibid.
12. «Airtime Is Money», *Economist*, January 19, 2013.
13. «The Nature of Wealth», *Economist*, October 10, 2009.
14. Damien Cave and Ginger Thompson, «Coupons Ease Chaos in Efforts to Feed Haitians», *New York Times*, February 3, 2010.
15. Susan Njanji, «Small Change Sparks Fights in Coin-Starved Zimbabwe», *Mail & Guardian*, August 5, 2012.
16. Steve H. Hanke and Alex K. F. Kwok, «On the Measurement of Zimbabwe's Hyperinflation», *Cato Journal* 29, no. 2 (Spring/Summer 2009).

17. «Gold Standard», IGM Forum, University of Chicago Booth School of Business, January 12, 2012, [http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV\\_cw1nNUYOXSAKwrq](http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV_cw1nNUYOXSAKwrq).

## **Глава 2**

1. Merle Hazard, «Inflation or Deflation?» <https://www.youtube.com/watch?v=2fq2ga4HkGY&feature=Playlist&p=5BF8673A2848C5B0&index=0&playnext=1>.
2. «A Crisis It Can't Paper Over», Los Angeles Times, July 14, 2008.
3. «Fly Me to the Moon», Economist, May 2, 2002.
4. «Frequent-Flyer Economics», Economist, May 2, 2002.
5. William Neuman, «Price Controls Keep Venezuela Cupboards Bare», New York Times, April 21, 2012.
6. Milton Friedman, Money Mischief: Episodes in Monetary History (New York: Harcourt Brace & Company, 1994), xi.
7. Ibid., 193.
8. C.R., «When Did Globalisation Start?» Free Exchange, Economist, September 23, 2013, <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/09/economic-history-1>.
9. CM. <http://www.boxofficemojo.com/alltime/domestic.htm>.
10. CM. <http://www.boxofficemojo.com/alltime/adjusted.htm>.
11. CM. <http://www.dol.gov/whd/minwage/chart.htm>.
12. «The Perils of Panflation», Economist, April 7, 2012.
13. Matthew Q. Clarida and Nicholas P. Fandos, «Substantiating Fears of Grade Inflation, Dean Says Median Grade at Harvard College Is A-, Most Common Grade is A», Harvard Crimson, December 3, 2013.
14. «The Perils of Panflation», Economist.
15. CM. [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/quotes\\_by\\_karl\\_otto\\_poehl.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/quotes_by_karl_otto_poehl.pdf?__blob=publicationFile).
16. Stephen G. Cecchetti, «Prices During the Great Depression: Was the Deflation of 1930–32 Really Unanticipated?», NBER Working Paper 3174, National Bureau of Economic Research, November 1989.
17. «Irving Fisher: Out of Keynes's Shadow», Economist, February 12, 2009.

18. Joan Sweeney and Richard James Sweeney, «Monetary Theory and the Great Capitol Hill Baby Sitting Co-op Crisis», *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 1977.
19. Paul Krugman, «Baby-Sitting the Economy», *Slate*, August 13, 1998.
20. «The Babysitting Co-op: Crises of Confidence», *Economist*, October 11, 2011.

### **Глава 3**

1. Megan Woolhouse, «A Government Agent, on the Prowl», *Boston Globe*, October 9, 2012.
2. Emily Wax-Thibodeaux, «The Government's Human Price Scanners», *Washington Post*, November 11, 2013.
3. См. Consumer Price Index, Bureau of Labor Statistics, Frequently Asked Questions (FAQs), <http://www.bls.gov/cpi/cpifaq.htm>.
4. Wax-Thibodeaux, «The Government's Human Price Scanners».
5. Ibid.
6. Christmas Price Index, PNC Bank, <https://www.pncchristmaspriceindex.com>.
7. Consumer Price Index, FAQs, [http://stats.bls.gov/cpi/cpifaq.htm#Question\\_3](http://stats.bls.gov/cpi/cpifaq.htm#Question_3).
8. «Current Price Topics: The Experimental Consumer Price Index for Older Americans (CPI-E)», *Focus on Prices and Spending*, U.S. Bureau of Labor Statistics 2, no. 15 (February 2012).
9. Ibid.
10. Из интервью со Стивом Ридом, BLS economist, Consumer Price Index Program, January 9, 2015.
11. «The Experimental Consumer Price Index for Older Americans (CPI-E)», BLS.
12. Robert J. Gordon, «The Boskin Commission Report and Its Aftermath», *National Bureau of Economic Research, Working Paper 7759*, June 2000.
13. «And Now Prices Can be 'Virtual' Too», *Economist*, June 12, 1997.
14. Timothy Aeppel, «An Inflation Debate Brews Over Intangibles at the Mall», *Wall Street Journal*, May 9, 2005.
15. «Report on Quality Changes for 2015 Model Vehicles», *Producer Price Indexes*, Bureau of Labor Statistics, November 18, 2014, <http://www.bls.gov/web/ppi/ppimotveh.pdf>.

16. Doug Short, «Chained CPI Versus the Standard CPI: Breaking Down the Numbers», October 22, 2014, Advisory Perspectives, <http://www.advisorperspectives.com/dshort/commentaries/Chained-CPI-Overview.php>.
17. «Current Price Topics: A Comparison of the CPI-U and the C-CPI-U», Focus on Prices and Spending, Consumer Price Index 2, no. 11 (November 2011).
18. «In 2014, Various Tax Benefits Increase Due to Inflation Adjustments», IRS, IR-2013-87, October 31, 2013, <http://www.irs.gov/uac/Newsroom/In-2014,-Various-Tax-Benefits-Increase-Due-to-Inflation-Adjustments>.
19. См. <http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>.
20. Gordon, «The Boskin Commission Report and Its Aftermath».
21. Kathy Ruffing, Paul N. Van de Water, and Robert Greenstein, «Chained CPI Can Be Part of a Balanced Deficit-Reduction Package, Under Certain Conditions», Center on Budget and Policy Priorities, February 12, 2012.
22. Gordon, «The Boskin Commission Report and Its Aftermath».
23. Dr. Econ, «What is 'core inflation,' and why do economists use it instead of overall or general inflation to track changes in the overall price level?», Federal Reserve Bank of San Francisco, October 2004, <http://www.frbsf.org/education/publications/doctor-econ/2004/october/core-inflation-headline>.
24. «Lies, Flame-Grilled Lies and Statistics», Economist, January 29, 2011.
25. «Motion of Censure», Economist, February 9, 2013.
26. «United States Government Bonds», Bloomberg Business, <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us/>.
27. «Bryan's 'Cross of Gold' Speech: Mesmerizing the Masses», History Matters, American Social History Project, <http://historymatters.gmu.edu/d/5354/>.
28. Eldar Shafir, Peter Diamond, and Amos Tversky, «Money Illusion», Quarterly Journal of Economics CXII, no. 2 (May 1997).
29. Professor E. W. Kemmerer, as quoted in Shafir, Diamond, and Tversky, «Money Illusion».
30. Shafir, Diamond, and Tversky, «Money Illusion».
31. Binyamin Appelbaum, «In Fed and Out, Many Now Think Inflation Helps», New York Times, October 26, 2013.

**Глава 4**

1. Gary Gorton, «Questions and Answers about the Financial Crisis», testimony prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission, February 20, 2010.
2. Irving Fisher, *Booms & Depressions: Some First Principles* (New York: Adelphi Company, 1932).
3. Andrew W. Lo, «Reading about the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review», *Journal of Economic Literature* 50, no. 1 (March 2012).
4. «The Financial Crisis Inquiry Report», FCIC at Stanford Law School, <http://fcic.law.stanford.edu/>.
5. Kenneth R. French et al., *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010).
6. См. <http://www.imsdb.com/scripts/It's-a-Wonderful-Life.html>.
7. The Internet Movie Script Database (IMSDb), <http://www.imsdb.com/scripts/It%27s-a-Wonderful-Life.html>.
8. «The Dangers of Demonology», *Economist*, January 7, 2012.
9. Ibid.
10. Tami Luhby, «Cash-Poor California Turns to IOUs», *CNN Money*, July 2, 2009.
11. Stephanie Simon, «Cash-Strapped California's IOUs: Just the Latest Sub for Dollars», *Wall Street Journal*, July 25, 2009.
12. Charles P. Kindleberger and Robert Aliber, *Manias, Panics, and Crashes* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 82.
13. Michiyo Nakamoto and David Wighton, «Citigroup Chief Stays Bullish on Buy-Outs», *Financial Times*, July 9, 2007.
14. Цит. по Kindleberger and Aliber, *Manias, Panics, and Crashes*, 47.
15. Robert Solow, Foreword to Kindleberger and Aliber's *Manias, Panics, and Crashes*, 2011 edition.
16. Ibid., 10.
17. Ibid., 11.
18. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), January 12, 2015, <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>.
19. Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market, 1873*; reprinted by CreateSpace Independent Publishing Platform (2013), 21.
20. Цит. по Kindleberger and Aliber, *Manias, Panics, and Crashes*, 205.
21. «Rick Santelli and the 'Rant of the Year'», <https://www.youtube.com/watch?v=bEZB4taSEoA>.

22. «The Chicago Fire», Chicago Historical Society, <https://www.chicagohistory.org/event/chicagos-on-fire/>.
23. «The Slumps that Shaped Modern Finance», *Economist*, April 12, 2014.

## **Глава 5**

1. «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review* 58, no. 1 (March 1968), 13.
2. William Poole, «President's Message: Volcker's Handling of the Great Inflation Taught Us Much», Federal Reserve Bank of St. Louis, January 2005, <http://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2005/volckers-handling-of-the-great-inflation-taught-us-much>.
3. Poole, «President's Message».
4. «Feeling Down», *Economist*, February 21, 2015.
5. Kenneth Silber, «The Fed and Its Enemies», *Research Magazine*, February 1, 2010.
6. «Bin Ladin's Bookshelf», Office of the Director of National Intelligence, <http://www.dni.gov/index.php/resources/bin-laden-bookshelf?start=3>.
7. Jon Hilsenrath, Damian Paletta, and Aaron Lucchetti, «Goldman, Morgan Scrap Wall Street Model, Become Banks in Bid to Ride Out Crisis», *Wall Street Journal*, September 22, 2008.
8. «Monetary Policy», European National Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.
9. «Inflation», Reserve Bank of New Zealand, <http://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/inflation>.
10. Federal Open Market Committee (see «Greenbooks», «Bluebooks»), [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc\\_historical.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc_historical.htm).
11. Paul Volcker, interview with author, May 2, 2011.
12. Robert M. Solow, «We'd Better Watch Out», *New York Times*, July 12, 1987.
13. Tyler Cowen, «The Age of the Shadow Bank Run», *New York Times*, March 24, 2012.
14. «Weekly National Rates and Rate Caps», FDIC, <https://www.fdic.gov/regulations/resources/rates/>.
15. James R. Barth, Gerard Caprio, and Ross Levine, «Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011», Social Science Research Network, January 19, 2013, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2203516>.



16. Julia Maues, Federal Reserve Bank of St. Louis, «Banking Act of 1933, Commonly Called Glass-Steagall», Federal Reserve History, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/25>.
17. Ryan Tracy and Victoria McGrane, «Big Banks Pass First Fed Test», Wall Street Journal, March 6, 2015.
18. «Financial Stability Oversight Council», U.S. Department of the Treasury, <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/about/Pages/default.aspx>.
19. «2014 Update of List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs)», Financial Stability Board, November 6, 2014, [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_141106b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141106b.pdf).
20. Paul Volcker, interview with author, May 2, 2011.
21. Gerald P. O'Driscoll, Jr. «Debunking the Myths about Central Banks», Wall Street Journal, February 27, 2013.
22. Paul Volcker, interview with author, May 2, 2011.
23. «The Grey Man's Burden», Economist, December 1, 2012.
24. Ibid.

## **Глава 6**

1. Francesco Guerrera, «Currency War Has Started», Wall Street Journal, February 5, 2013.
2. Thomas Erdbrink, «Money Traders Fret Over Possible U.S.–Iran Pact», New York Times, November 20, 2013.
3. Thomas Erdbrink and Rick Gladstone, «Violence and Protest in Iran as Currency Drops in Value», New York Times, October 3, 2012.
4. См. <http://databank.worldbank.org/data/download/GNIPC.pdf>.
5. David Keohane, «All Currency War, All the Time», Alphaville, Financial Times, February 5, 2015, <http://ftalphaville.ft.com/2015/02/05/2111521/all-currency-war-all-the-time/>.
6. Hiroko Tabuchi, «Japan Counted on Cheap Yen. Oops: Exchange Rate Hurts Toyota, Giving Rivals a Chance to Leapfrog It», New York Times, September 3, 2010.
7. Sam Ro, «Boeing's 787 Dreamliner Is Made of Parts from All Over the World», Business Insider, October 10, 2013, <http://www.businessinsider.com/boeing-787-dreamliner-structure-suppliers-2013-10>.
8. «Misleading Misalignments», Economist, June 23, 2007.

9. T. Ashby McCown, Patricia Pollard, and John Weeks, «Equilibrium Exchange Rate Models and Misalignments», Occasional Paper No. 7, Office of International Affairs, Department of the Treasury, March 2007.
10. Christina Romer, «Needed: Plain Talk About the Dollar», *New York Times*, May 22, 2011.
11. «Race to the Bottom», *Economist*, March 4, 2010.
12. Tom Lauricella and John Lyons, «Currency Wars: A Fight to Be Weaker», *Wall Street Journal*, September 29, 2010.
13. «War Games», *Economist*, January 19, 2013.
14. Barry Eichengreen, «Competitive Devaluation to the Rescue», *Guardian*, March 18, 2009.
15. «Resources Boomerang», *Economist*, April 20, 2013.
16. «Too Strong for Comfort», *Economist*, September 3, 2011.
17. Paul Krugman, «Misguided Monetary Mentalities», *New York Times*, October 12, 2009.
18. Norman Tebbit, «Black Wednesday? I think of the glorious day we left the ERM as Bright Wednesday», *Telegraph*, September 13, 2012.
19. Stanley Fischer, «Ecuador and the IMF», address at the Hoover Institution Conference on Currency Unions, Palo Alto, California, May 19, 2000, <https://www.imf.org/external/np/speeches/2000/051900.htm>.
20. «El Salvador Learns to Love the Greenback», *Economist*, September 26, 2002.
21. «What Is the Euro Area?», *Economic and Financial Affairs*, European Commission, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/adoption/euro\\_area/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/euro_area/index_en.htm).
22. N. Gregory Mankiw, «The Trilemma of International Finance», *New York Times*, July 9, 2010.
23. James Pearson, «Insight: Won for the Money: North Korea Experiments with Exchange Rates», *Reuters*, November 3, 2013.
24. Mankiw, «The Trilemma of International Finance».
25. «The Reformation», *Economist*, April 7, 2011.
26. Kartik Goyal, «Rajan Warns of Policy Breakdowns as Emerging Markets Fall», *Bloomberg News*, January 31, 2014.
27. «Forty Years On», *Economist*, August 13, 2011.
28. «Trial of Strength», *Economist*, September 25, 2010.

**Глава 7**

1. Robert A. Mundell, «A Reconsideration of the Twentieth Century», Nobel Prize lecture, Stockholm University, December 8, 1999.
2. Christopher Klein, «Winston Churchill's World War Disaster», History.com, May 21, 2014, <http://www.history.com/news/winston-churchills-world-war-disaster>.
3. Peter L. Bernstein, *The Power of Gold: History of an Obsession* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2012).
4. James Ashley Morrison, «The 1925 Return to Gold: Keynes and Mr Churchill's Economic Crisis», доклад был представлен в 2009 году на встрече American Political Science Association. См. также James Ashley Morrison, «Shocking Intellectual Austerity: The Role of Ideas in the Demise of the Gold Standard», *International Organization* 70, Winter 2016.
5. John Maynard Keynes, *Essays in Persuasion* (London: Macmillan, 1932), 201.
6. Bernstein, *The Power of Gold*.
7. Ibid.
8. Ibid.
9. Mundell, «A Reconsideration of the Twentieth Century».
10. New River Media Interview with Milton Friedman, PBS.org, <http://www.pbs.org/fmc/interviews/friedman.htm>.
11. «Gold Standard», IGM Forum, University of Chicago Booth School of Business, January 12, 2012, [http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV\\_cw1nNUYOXSAKwrq](http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV_cw1nNUYOXSAKwrq).
12. Donald T. Regan et al., «Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Monetary Systems», report of the Gold Commission, vol. 1, March 1982.
13. Ron Paul, *End the Fed* (New York: Grand Central Publishing, 2009), 4.
14. «We Believe in America», 2012 Republican Platform, <https://cdn.gop.com/docs/2012GOPPlatform.pdf>.
15. «Full of Holes», *Economist*, November 29, 2014.
16. <http://www.bradford-delong.com/why-not-the-gold-standard-talking-points-on-the-likely-consequences-of-re-establishment-of-a-gold-st.html>
17. «Gold», U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, February 2014, <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold/mcs-2014-gold.pdf>.
18. Paul, *End the Fed*, 117.
19. Bernstein, *The Power of Gold*.

20. «FAQs: Gold and Silver», Federal Reserve Bank of Richmond, [https://www.richmondfed.org/faqs/gold\\_silver/](https://www.richmondfed.org/faqs/gold_silver/).
21. James Hookway, «Malaysian Muslims Go for Gold, But It's Hard to Make Change», Wall Street Journal, September 2, 2010.
22. Matthew O'Brien, «Why the Gold Standard Is the World's Worst Economic Idea, in 2 Charts», Atlantic, August 26, 2012.
23. Edgar L. Feige, «New Estimates of U.S. Currency Abroad, the Domestic Money Supply and the Unreported Economy», Munich Personal RePEc Archive, September 2011, [https://mpira.ub.uni-muenchen.de/34778/1/MPRA\\_paper\\_34778.pdf](https://mpira.ub.uni-muenchen.de/34778/1/MPRA_paper_34778.pdf).
24. Edgar Feige, e-mail to author, April 21, 2015.
25. Jason Zweig, «Is Gold Cheap? Who Knows? But Gold-Mining Stocks Are», Wall Street Journal, September 17, 2011.
26. Matt DiLlallo, «Why Warren Buffett Hates Gold», The Motley Fool, September 13, 2014, <http://www.fool.com/investing/general/2014/09/13/why-warren-buffett-hates-gold.aspx>.
27. Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919–1939*, (New York: Oxford University Press, 1992).
28. Martin Wolf, «Only the Ignorant Live in Fear of Hyperinflation», Financial Times, April 10, 2014.

## **Глава 8**

1. «Bryan's 'Cross of Gold' Speech: Mesmerizing the Masses», History Matters, American Social History Project, <http://historymatters.gmu.edu/d/5354/>.
2. «Dutch New York», Thirteen: WNET New York Public Media, September 1, 2009, <http://www.thirteen.org/dutchny/interactives/manhattan-island/>.
3. <https://historymyths.wordpress.com/2015/04/12/revisited-myth-45-the-dutch-bought-manhattan-for-24-worth-of-beads/>.
4. Matt Soniak, «Was Manhattan Really Bought for \$24», Mental Floss, October 2, 2012, <http://mentalfloss.com/article/12657/was-manhattan-really-bought-24>.
5. Gilbert W. Hagerty, *Wampum, War, and Trade Goods, West of the Hudson* (Interlaken, NY: Heart of the Lakes Publishing, 1985), 110.
6. Jason Goodwin, *Greenback: The Almighty Dollar and the Invention of America*, (New York: Henry Holt, 2003), 25.

7. Glyn Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, (Cardiff: University of Wales Press, 1994), 39.
8. *Ibid.*, 456–57.
9. Alvin Rabushka, «The Colonial Roots of American Taxation, 1607–1700», *Policy Review*, August 1, 2002, Hoover Institution, <http://www.hoover.org/research/colonial-roots-american-taxation-1607-1700>.
10. *Ibid.*
11. Davies, *A History of Money*, 461.
12. David A. Copeland, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, (Cardiff: University of Wales Press, 1994), 146
13. Copeland, *A History of Money*, 149.
14. Davies, *A History of Money*, 462.
15. *Ibid.*
16. Jack P. Greene and Richard M. Jellison, «The Currency Act of 1764 in Imperial-Colonial Relations, 1764–1776», *William and Mary Quarterly* 18, no. 4 (October 1961), 518.
17. Eric P. Newman, *The Early Paper Money of America*, (Racine, WI: Whitman Publishing Company, 1967), 12.
18. H. W. Brands, *Greenback Planet: How the Dollar Conquered the World and Threatened Civilization as We Know It*, (Austin: University of Texas Press, 2011), 4.
19. Ben Baack, «Forging a Nation State: The Continental Congress and the Financing of the War of American Independence», *Economic History Review* 54, no. 4: 641.
20. *Ibid.*, 643.
21. Kenneth Scott, *Counterfeiting in Colonial America* (New York: Oxford University Press, 1957), 253.
22. *Ibid.*, 254.
23. *Ibid.*, 262.
24. Baack, «Forging a Nation State», 654.
25. «Coinage Clause Law and Legal Definition», USLegal, <http://definitions.uslegal.com/c/coinage-clause/>.
26. Brands, *Greenback Planet*, 4.
27. «About the United States Mint», United States Mint, [http://usmint.com/about\\_the\\_mint/](http://usmint.com/about_the_mint/).

28. Angela Redish, *Bimetallism: An Economic and Historical Analysis*, (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2000), 214.
29. Brands, *Greenback Planet*, 5.
30. *Ibid.*
31. Ron Paul, *End the Fed* (New York: Grand Central Publishing, 2009), 11.
32. Jerry Markham, *A Financial History of the United States*, (Armonk, NY: M.E.Sharpe, 2002), 90.
33. «The First Bank of the United States», *American History: From Revolution to Reconstruction*, University of Groningen, <http://www.let.rug.nl/usa/essays/general/a-brief-history-of-central-banking/the-first-bank-of-the-united-states-%281791-1811%29.php>.
34. Brands, *Greenback Planet*, 6–7.
35. «The Second Bank of the United States», Federal Reserve Bank of Philadelphia, December 2010, <https://www.philadelphiafed.org/publications/economic-education/second-bank.pdf>.
36. Gary May, John Tyler (New York: Times Books, 2008), 42–43.
37. «The Second Bank of the United States», Federal Reserve Bank of Philadelphia.
38. James Roger Sharp, *The Jacksonians Versus the Banks: Politics in the States After the Panic of 1837* (New York: Columbia University Press, 1970), 27.
39. Major L. Wilson, *The Presidency of Martin Van Buren* (Lawrence: University of Kansas Press, 1984), 47.
40. *Ibid.*, 123.
41. Jessica M. Lepler, *The Many Panics of 1837: People, Politics, and the Creation of a Transatlantic Financial Crisis* (New York: Cambridge University Press, 2013), 232.
42. Davies, *A History of Money*, 484.
43. «The Second Bank of the United States», Federal Reserve Bank of Philadelphia.
44. Davies, *A History of Money*, 484.
45. *Ibid.*, 487.
46. Brands, *Greenback Planet*, 12.
47. *Ibid.*, 1.
48. Richard S. Grossman, «U.S. Banking History, Civil War to World War II», *EH.net Encyclopedia*, ed. Robert Whaples, March 16, 2008, <http://eh.net/encyclopedia/us-banking-history-civil-war-to-world-war-ii/>.
49. *Ibid.*
50. *Ibid.*

51. «The State and National Banking Eras», Federal Reserve Bank of Philadelphia, December 2011, 9, <https://www.philadelphiafed.org/-/media/publications/economic-education/state-and-national-banking-eras.pdf>.
52. Davies, *A History of Money*, 489.
53. «The State and National Banking Eras», Federal Reserve Bank of Philadelphia, 12.
54. Davies, *A History of Money*, 492.
55. *Ibid.*, 494–95.
56. Hal R. Williams, *Realigning America: McKinley, Bryan, and the Remarkable Election of 1896* (Lawrence: University of Kansas Press, 2010), 36.
57. *Ibid.*, 36–37.
58. *Ibid.*, ix.
59. *Ibid.*, 85.
60. Redish, *Bimetallism*, 237.
61. Andrew Glass, «President McKinley Signs Gold Standard Act, March 14, 1900», *Politico*, March 14, 2013, <http://www.politico.com/story/2013/03/this-day-in-politics-88821.html>; and Davies, *A History of Money*, 497.
62. Jon Moen, «Panic of 1907», *EH.net Encyclopedia*, ed. Robert Whaples, August 14, 2001, <http://eh.net/encyclopedia/the-panic-of-1907/>.
63. Robert F. Bruner and Sean D. Carr, *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007), 79.
64. *Ibid.*, 100–103.
65. Ron Chernow, *Titan: The Life of John D. Rockefeller, Sr.* (New York: Random House, 1998), 543.
66. Lawrence J. Broz, *The International Origins of the Federal Reserve System* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1997), xi; and Ben S. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013), 5.
67. Davies, *A History of Money*, 502.
68. Brands, *Greenback Planet*, 32–33.
69. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 14.
70. Roger W. Ferguson, Jr., «The Evolution of Central Banking in the United States», speech, European Central Bank, Frankfurt, Germany, April 27, 2005.
71. Davies, *A History of Money*, 509.
72. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 22.
73. Davies, *A History of Money*, 509.

74. Sandra Kollen Ghizoni, Federal Reserve Bank of Atlanta, «Establishment of the Bretton Woods System», Federal Reserve History, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/28>.
75. Brands, Greenback Planet, 63–64.
76. Ibid., 64.
77. Ibid.
78. Ghizoni, «Establishment of the Bretton Woods System».
79. Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System* (New York: Oxford University Press, 2011), 3.
80. Brands, Greenback Planet, 68–69.
81. William L. Silber, *Volcker: The Triumph of Persistence* (New York: Bloomsbury Press, 2012), 43.
82. Brands, Greenback Planet, 75.
83. Silber, Volcker, 43.
84. Brands, Greenback Planet, 77.
85. Ibid.
86. Sandra Kollen Ghizoni, Federal Reserve Bank of Atlanta, «Nixon Ends Convertibility of U.S. Dollars to Gold and Announces Wage/Price Controls», Federal Reserve History, November 22, 2013, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/33>.
87. Silber, Volcker, 91.
88. Brands, Greenback Planet, 83.
89. Allan H. Meltzer, «Inflation Nation», *New York Times*, May 3, 2009.
90. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 33.
91. Ibid., 32–33.
92. «Index by President», United States Misery Index, <http://www.miseryindex.us/indexbyPresident.aspx>.
93. Alex Nikolsko-Rzhevskyy and David H. Papell, «Taylor Rules and the Great Inflation», *Journal of Macroeconomics* 34, no. 4 (2012).
94. Meltzer, «Inflation Nation».
95. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 32–34.
96. Ibid., 35.
97. Ibid., 38.
98. Judd Gregg, interview with author, April 29, 2015.



## Глава 9

1. Peter Temin, *Lessons from the Great Depression* (Cambridge, MA: MIT Press, 1991), 12.
2. Ben S. Bernanke, «Asset Price ‘Bubbles’ and Monetary Policy: Remarks Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics», New York, October 15, 2002.
3. Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report* (New York: PublicAffairs, 2011).
4. Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000), xi.
5. Ben S. Bernanke, «Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman», University of Chicago, November 8, 2002.
6. «Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet», Federal Reserve, [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm).
7. Ben S. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013), 17.
8. «Dow Jones Industrial Averages: All Time Largest One Day Gains and Losses», Market Data Center, Wall Street Journal, [http://online.wsj.com/mdc/public/page/2\\_3047-djia\\_alltime.html](http://online.wsj.com/mdc/public/page/2_3047-djia_alltime.html).
9. «The Great Depression: 48b. Sinking Deeper and Deeper: 1929–33», U.S. History, Independence Hall Association in Philadelphia, <http://www.ushistory.org/us/48b.asp>.
10. Gary Richardson, Alejandro Komai, Michael Gou, and Daniel Park, «Stock Market Crash of 1929», Federal Reserve History, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/74>.
11. Douglas A. Irwin, «Did France Cause the Great Depression?» National Bureau of Economic Research, Working Paper 16350, September 2010.
12. «Bin Ladin’s Bookshelf», Office of the Director of National Intelligence, <http://www.dni.gov/index.php/resources/bin-laden-bookshelf?start=3>.
13. Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, *The Great Contraction 1929–1933* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007), 34.
14. *Ibid.*, 40.
15. Robert J. Baily, Federal Reserve Bank of Boston, «Bank Holiday of 1933», Federal Reserve History, <http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/22>.
16. William L. Silber, «Why Did FDR’s Bank Holiday Succeed?» FRBNY Economic Policy Review, July 2009, <http://www.newyorkfed.org/research/epr/09v15n1/0907silb.pdf>.

17. Stephanie Simon, «Cash-Strapped California's IOUs: Just the Latest Sub for Dollars», *Wall Street Journal*, July 25, 2009.
18. Bill Ganzel, «Bank Failures», *Farming in the 1930s*, Wessels Living History Farm, 2003, [http://www.livinghistoryfarm.org/farminginthe30s/money\\_08.html](http://www.livinghistoryfarm.org/farminginthe30s/money_08.html).
19. Я признателен Дугу Ирвину за его размышления на эту тему на EconTalk-podcast ([EconTalk.org](http://EconTalk.org)), October 11, 2010.
20. Friedman and Schwartz, *The Great Contraction*, ix.
21. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 23.
22. John Kenneth Galbraith, as quoted in Thomas E. Hall and J. David Ferguson, *The Great Depression: An International Disaster of Perverse Economic Policies* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1998), 110.
23. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 20.
24. Temin, *Lessons from the Great Depression*, 34.
25. Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 156.
26. *Ibid.*, 5.
27. Kevin Warsh, «Remarks at the Council of Institutional Investors 2009 Spring Meeting», Washington, DC, April 6, 2009.
28. Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 10.
29. Kate Pickert, «A Brief History of Fannie Mae and Freddie Mac», *Time*, July 14, 2008.
30. Matthew Karnitschnig, Deborah Solomon, Liam Plevin, and Jon E. Hilsenrath, «U.S. to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout; Central Banks Inject Cash as Credit Dries Up», *Wall Street Journal*, September 16, 2008.
31. Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 8.
32. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 71–72.
33. Gary Gorton, «Questions and Answers about the Financial Crisis», testimony prepared for the U.S. Financial Crisis Inquiry Commission, February 20, 2010.
34. Gorton, «Questions and Answers about the Financial Crisis», 12–13.
35. Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, 136.
36. *Ibid.*, xvii–xxv.
37. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 97.
38. *Ibid.*, 99.
39. *Ibid.*, 86.
40. Roger Lowenstein, «The Villain», *Atlantic*, April 2012.
41. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, 104–5.
42. «Early Retirement», *Economist*, November 1, 2014.

43. Financial Crisis Inquiry Commission, *The Financial Crisis Inquiry Report*, xvii.
44. *Ibid.*, xviii.
45. Paul Krugman, «Falling Wage Syndrome», *New York Times*, May 4, 2009.
46. Allan H. Meltzer, «Inflation Nation», *New York Times*, May 4, 2009.
47. Lowenstein, «The Villain».
48. Adam S. Posen, «Central Bankers: Stop Dithering. Do Something», *New York Times*, November 20, 2011.
49. «Open Letter to Ben Bernanke», *Real Time Economics*, *Wall Street Journal*, November 15, 2010, <http://blogs.wsj.com/economics/2010/11/15/open-letter-to-ben-bernanke/>.
50. «Reserve Balances with Federal Reserve Banks», *Economic Research*, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WRESBAL/>.

## **Глава 10**

1. Kenneth Rogoff, «Japan's Slow-Motion Crisis», *Project Syndicate*, March 2, 2010.
2. Jacob M. Schlesinger, «Bank of Japan Offers Lessons in Easing Deflation», *Wall Street Journal*, November 9, 2014.
3. Taimur Baig, «Understanding the Costs of Deflation in the Japanese Context», *IMF Working Paper*, WP/03/215, Asia and Pacific Department, November 2003.
4. Ben S. Bernanke, «Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here», *Remarks Before the National Economists Club*, Washington, DC, November 21, 2002.
5. Jon Hilsenrath and Megumi Fujikawa, «Japan's Bernanke Hits Out at His Critics in the West», *Wall Street Journal*, March 1, 2011.
6. Phred Dvorak and Eleanor Warnock, «Stagnant Japan Rolls Dice on New Era of Easy Money», *Wall Street Journal*, March 21, 2013.
7. Maurice Obstfeld, «Time of Troubles: The Yen and Japan's Economy, 1985–2008», *NBER Working Paper* 14816, March 2009, 5–6.
8. Ezra F. Vogel, *Japan as Number One: Lessons for America* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1979).
9. Robert J. Cole, «Japanese Buy New York Cachet with Deal for Rockefeller Center», *New York Times*, October 31, 1989.

10. Obstfeld, «Time of Troubles», 7.
11. Ibid.
12. Stephanie Strom, «Japanese Scrap \$2 Billion Stake in Rockefeller», New York Times, September 12, 1995.
13. Obstfeld, «Time of Troubles», 7.
14. Charles Kindleberger and Robert Aliber, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 5.
15. Anil K. Kashyap, «Zombie Lending in Japan: How Bankrupt Firms Stifle Economic Reform», Capital Ideas, University of Chicago Booth School of Business, September 2006.
16. Rogoff, «Japan's Slow-Motion Crisis».
17. Kashyap, «Zombie Lending in Japan».
18. Obstfeld, «Time of Troubles», 11.
19. Bernanke, «Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here».
20. Baig, «Understanding the Costs of Deflation in the Japanese Context», 16.
21. Kenneth N. Kuttner and Adam S. Posen, «The Great Recession: Lessons for Macroeconomic Policy from Japan», Brookings Papers on Economic Activity, 2:2001, 99–100.
22. George A. Akerlof, William T. Dickens, and George L. Perry, «The Macroeconomics of Low Inflation», Brookings Papers on Economic Activity, 1:1996.
23. Baig, «Understanding the Costs of Deflation in the Japanese Context».
24. Farai Mutsaka and Peter Wonacott, «Zimbabwe to Overhaul Its Central Bank», Wall Street Journal, September 18–19, 2010.
25. «Transcript: Shirakawa on Japan's Economy», Wall Street Journal, March 1, 2011, <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704615504576172300556921580>.
26. Paul Volcker, interview with author, May 2, 2011.
27. Kenneth Kuttner, «Monetary Policy During Japan's Great Recession: From Self-Induced Paralysis to Rooseveltian Resolve», PIIE Briefing 14-4, Peterson Institute for International Economics, December 2014, 71.
28. Hilsenrath and Fujikawa, «Japan's Bernanke Hits Out at His Critics in the West».
29. «The Battle for Japan», Economist, June 28, 2014.
30. Kuttner, «Monetary Policy During Japan's Great Recession».
31. James McBride and Beina Xu, «Abenomics and the Japanese Economy», CFR Backgrounders, Council on Foreign Relations, March 10, 2015, <http://www.cfr.org/japan/abenomics-japanese-economy/p30383>.

32. Dvorak and Warnock, «Stagnant Japan Rolls Dice on New Era of Easy Money».
33. Phred Dvorak and Eleanor Warnock, «Japan Central Bank Plan Meets Skepticism», Wall Street Journal, April 3, 2013.
34. McBride and Xu, «Abenomics and the Japanese Economy».
35. Adam S. Posen, «An American's Assessment of Abenomics at Mid-Term», PIIIE Briefing 14-4, Peterson Institute for International Economics, December 2014.
36. Tatsuo Ito and Jacob M. Schlesinger, «Japan's Zero Inflation a Setback for Abenomics», Wall Street Journal, March 27, 2015, <http://www.wsj.com/articles/japan-inflation-hits-zero-1427416851>.
37. Ibid.
38. McBride and Xu, «Abenomics and the Japanese Economy».
39. «To Lose One Decade May Be Misfortune...» Economist, December 30, 2009.
40. «About That Debt», Free Exchange, Economist, November 18, 2014.
41. Paul Volcker, interview with author, May 2, 2011.
42. Bernanke, «Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here».
43. Kenneth Kuttner, interview with author, June 1, 2015.
44. Hiroko Tabuchi, «Yen-Pinching Undercuts Japan's Push Against Years of Deflation», New York Times, March 10, 2014.
45. «Waging a New War», Economist, March 9, 2013.
46. Tabuchi, «Yen-Pinching Undercuts Japan's Push Against Years of Deflation.»
47. «About That Debt», Economist.
48. Rogoff, «Japan's Slow-Motion Crisis».

## **Глава 11**

1. Barry Eichengreen and Peter Temin, «Fetters of Gold and Paper», National Bureau of Economic Research, Working Paper 16202, July 2010.
2. Robert A. Mundell, «A Theory of Optimum Currency Areas», American Economic Review 51, no. 4 (September 1961), 657.
3. «Monetary Policy», European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.
4. «Use of the Euro», European Central Bank, <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html>.
5. «On a Wing and a Prayer», Economist, December 2, 2010.

6. Paul Krugman, «Can Europe Be Saved?» New York Times Magazine, January 12, 2011.
7. Milton Friedman, «The Euro: Monetary Unity to Political Disunity», Project Syndicate, August 18, 1997.
8. Suzy Hansen, «A Finance Minister Fit for a Greek Tragedy?» New York Times Magazine, May 20, 2015.
9. Mundell, «A Theory of Optimum Currency Areas», 660.
10. Milton Friedman, *Essays in Positive Economics* (1953), цит. по «Forty Years On», *Economist*, August 13, 2011.
11. Krugman, «Can Europe Be Saved?»
12. «The Nico and Angela Show», *Economist*, November 12, 2011.
13. Robert J. Barro and Xavier Sala-I-Martin, «Convergence across States and Regions», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1991.
14. «Who Can Join and When?» *Economic and Financial Affairs*, European Commission, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/adoption/who\\_can\\_join/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/who_can_join/index_en.htm).
15. Krugman, «Can Europe Be Saved?»
16. Ibid.
17. Eichengreen and Temin, «Fetters of Gold and Paper».
18. «A Very Short History of the Crisis», *Economist*, November 12, 2011.
19. «Saving the Euro», *Economist*, November 18, 2010.
20. «The Cracks Spread and Widen», *Economist*, April 29, 2010.
21. «Acropolis Now», *Economist*, April 29, 2010.
22. «That's All, Folks», *Economist*, November 12, 2011.
23. «Greece Takes Bailout, but Doubts for Region Persist», *DealBook*, New York Times, May 3, 2010, [http://dealbook.nytimes.com/2010/05/03/greece-takes-bailout-but-doubts-for-region-persist/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2010/05/03/greece-takes-bailout-but-doubts-for-region-persist/?_r=0).
24. «Destructive Creation», *Economist*, November 12, 2011.
25. «Casting a Spell», *Economist*, September 15, 2012.
26. «On a Wing and a Prayer», *Economist*.
27. «The Nico and Angela Show», *Economist*.
28. Hansen, «A Finance Minister Fit for a Greek Tragedy?»
29. «The World's Biggest Economic Problem», *Economist*, October 25, 2014.
30. Patricia Kowsmann and Marcus Walker, «Idea of Euro Exit Finds Currency in Portugal», *Wall Street Journal*, May 28, 2013.
31. Krugman, «Can Europe Be Saved?»

32. Charles Forelle, «In European Crisis, Iceland Emerges as an Island of Recovery», *Wall Street Journal*, May 21, 2012.
33. Hansen, «A Finance Minister Fit for a Greek Tragedy?»
34. Karl Stagno Navarra, Ben Sills, and Marcus Bensasson, «IMF Considers Greece Its Most Unhelpful Client Ever», *Bloomberg Business*, March 18, 2015.
35. «Europe on the Rack», *Economist*, June 30, 2012.
36. Krugman, «Can Europe Be Saved?»

## **Глава 12**

1. Keith Richburg, «For U.S., China, Uneasiness about Economic Codependency», *Washington Post*, November 16, 2009.
2. Helen Cooper, Michael Wines, and David Sanger, «China's Role as Lender Alters Obama's Visit», *New York Times*, November 15, 2009.
3. «Major Foreign Holders of Treasury Securities», Department of the Treasury/Federal Reserve Board, October 16, 2015, <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx>.
4. Richburg, «For U.S., China, Uneasiness about Economic Codependency».
5. Mark Landler, «Seeing Its Own Money at Risk, China Rails at U.S.», *New York Times*, October 15, 2013.
6. «Distribution of Chinese Exports in 2014, by Trade Partner», Statista, <http://www.statista.com/statistics/270326/main-export-partners-for-china/>.
7. David Leonhardt, «The China Puzzle», *New York Times Magazine*, May 13, 2009.
8. James Fallows, «The \$1.4 Trillion Question», *Atlantic*, January/February 2008.
9. Ibid.
10. Ibid.
11. Craig K. Elwell, «Saving Rates in the United States: Calculation and Comparison», Congressional Research Service, September 14, 2010.
12. «Country Comparison: GDP Per Capita (PPP)», CIA World Factbook, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2004rank.html>.
13. Fallows, «The \$1.4 Trillion Question».
14. Arthur R. Kroeber, «The Renminbi: The Political Economy of a Currency», *Foreign Policy*, September 7, 2011.

15. «IMF to China: Plaza Accord Didn't Sink Japan», Wall Street Journal, April 11, 2011.
16. Damian Paletta and John W. Miller, «China, U.S. Square Off over Yuan», Wall Street Journal, October 7, 2010.
17. Arthur Kroeber, «China's Currency Policy Explained», Up Front, Brookings Institution, September 7, 2011.
18. Kroeber, «The Renminbi: The Political Economy of a Currency».
19. Siobhan Hughes and William Mauldin, «Senate Rejects Manipulation Rules in Trade Bill», Wall Street Journal, May 23–24, 2015.
20. «An Indigestible Problem», Economist, October 16, 2010.
21. Steven Dunaway and Xiangming Li, «Estimating China's 'Equilibrium' Real Exchange Rate», IMF Working Paper, October 2005.
22. David Leonhardt, «The China Puzzle».
23. «Currency Manipulation», IGM Forum, University of Chicago Booth School of Business, June 16, 2015, [http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV\\_bCrHQToXMqPflZD](http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV_bCrHQToXMqPflZD).
24. Ibid.
25. «China–US Trade», IGM Forum, University of Chicago Booth School of Business, June 19, 2012, [http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV\\_003w6LBGnkOfDuI](http://www.igmchicago.org/igm-economic-experts-panel/poll-results?SurveyID=SV_003w6LBGnkOfDuI).
26. C. Fred Bergsten and Joseph E. Gagnon, «Currency Manipulation, the US Economy, and the Global Economic Order», Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, December 2012.
27. Jose Manuel Campa and Linda S. Goldberg, «Employment Versus Wage Adjustment and the U.S. Dollar», Review of Economics and Statistics 83, no. 3 (August 2001).
28. Edward P. Lazear, «Chinese 'Currency Manipulation' Is Not the Problem», Wall Street Journal, January 8, 2013.
29. David Leonhardt, «The China Puzzle».
30. Fallows, «The \$1.4 Trillion Question».
31. «Feeling Valued», Economist, May 30, 2015.
32. Mark Magnier and William Kazer, «IMF Says Yuan Is Now Fairly Valued», Wall Street Journal, May 27, 2015.
33. «China's Yuan Currency 'No Longer Undervalued': IMF», Daily Mail, May 26, 2015.



34. Henry M. Paulson, Jr., and Robert E. Rubin, «The Blame Trap», Atlantic, June 2015.
35. Damian Paletta and John W. Miller, «China, U.S. Square Off over Yuan», Wall Street Journal, October 7, 2010.
36. Paulson and Rubin, «The Blame Trap».

### **Глава 13**

1. Milton Friedman, *Money Mischief: Episodes in Monetary History* (New York: Harcourt Brace & Company, 1994), xii.
2. Joshua Davis, «The Crypto-Currency», *New Yorker*, October 10, 2011.
3. Michael Bryan, «Island Money», Federal Reserve Bank of Cleveland Commentary, February 1, 2004.
4. «Gold Gets Dug Out of the Ground», *Quote Investigator*, May 25, 2013, <http://quoteinvestigator.com/2013/05/25/bury-gold/>.
5. Narayana R. Kocherlakota, «Money Is Memory», Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff Report 218, October 1996.
6. Narayana R. Kocherlakota, «The Technological Role of Fiat Money», *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Summer 1998.
7. Noam Cohen, «Bubble or No, This Virtual Currency Is a Lot of Coin in Any Realm», *New York Times*, April 8, 2013.
8. Robin Sidel, «Race to Mine Bitcoin Gathers Steam», *Wall Street Journal*, November 6, 2013.
9. Nathaniel Popper, «Into the Bitcoin Mines», *New York Times*, December 22, 2013.
10. Joshua Davis, «The Crypto-Currency».
11. Francois R. Velde, «Bitcoin: A Primer», *Chicago Fed Letter*, Number 317, December 2013.
12. Joe Light, «Bbqcoin? Virtual Money Is Smoking», *Wall Street Journal*, November 21, 2013.
13. John Biggs, «Happy Bitcoin Pizza Day», *Tech Crunch*, May 22, 2015, <http://techcrunch.com/2015/05/22/happy-bitcoin-pizza-day/>.
14. Robin Sidel, Michael J. Casey, and Christopher M. Matthews, «Bitcoin's Boosters Struggle to Shore Up Confidence», *Wall Street Journal*, April 4, 2014.

15. Sydney Ember, «Bitcoin's Price Falls 12%, to Lowest Value Since May», *New York Times*, August 18, 2014.
16. Candace Jackson, «Sold! To the Bidder with Bitcoin», *Wall Street Journal*, August 9–10, 2014.
17. Steve Forbes, «Bitcoin: Whatever It Is, It's Not Money!» *Forbes*, April 16, 2013.
18. Candace Jackson, «Sold! To the Bidder with Bitcoin».
19. Nathaniel Popper, «Bitcoin Figure Is Accused of Conspiring to Launder Money», *New York Times*, January 27, 2014.
20. «Bitcoin Under Pressure», *Economist*, November 30, 2013; and «The Bitcoin Bubble», *Economist*, November 30, 2013.
21. Sydney Ember, «Bitcoin's Price Falls 12%, to Lowest Value Since May», *New York Times*, August 18, 2014.
22. «Bitcoin Under Pressure», *Economist*.
23. Timothy B. Lee, «12 Questions about Bitcoin You Were Too Embarrassed to Ask», *Washington Post*, November 19, 2013.
24. Nicole Perlroth, «To Instill Love of Bitcoin, Backers Work to Make It Safe», *New York Times*, April 2, 2015.
25. «Less Coin to Purloin», *Economist*, April 5, 2014.
26. «Mt Gone», *Economist*, February 25, 2014.
27. «Bitconned», *Economist*, March 5, 2014.
28. Nathaniel Popper, «Can Bitcoin Conquer Argentina?» *New York Times Magazine*, April 29, 2015.
29. «Bitcoin Buccaneers», *Economist*, January 17, 2015.
30. «Tales from the Crypt», *Economist*, February 4, 2015.
31. Nathaniel Popper, «Bitcoin Figure Is Accused of Conspiring to Launder Money».
32. Sidel, Casey, and Matthews, «Bitcoin's Boosters Struggle to Shore Up Confidence»; and Nicole Perlroth, «To Instill Love of Bitcoin, Backers Work to Make It Safe».
33. Ben Bernanke, interview with author, July 6, 2015.
34. Francois R. Velde, «Bitcoin: A Primer».
35. «Mining Digital Gold», *Economist*, April 13, 2013.
36. Matina Stevis and Patrick McGroarty, «Africa's Top Bankers: Mobile Phones», *Wall Street Journal*, August 16–17, 2014.
37. Chad Bray and Reuben Kyama, «Tap to Pay (Not So Much in the U.S.)», *New York Times*, April 2, 2014.
38. Joshua Davis, «The Crypto-Currency».

**Глава 14**

1. Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro, «Rethinking Macroeconomic Policy», IMF Staff Position Note, International Monetary Fund, February 12, 2010.
2. «Ceremony Commemorating the Centennial of the Federal Reserve Act», Washington, DC, December 16, 2013, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20131216-centennial-commemoration-transcript.pdf>.
3. John Ydstie, «Bernanke’s Fed Legacy: A Tenure Full of Tough Decisions», NPR, January 27, 2014.
4. «The Recession of 2007–2009», BLS Spotlight on Statistics, U.S. Bureau of Labor Statistics, February 2012, [http://www.bls.gov/spotlight/2012/recession/pdf/recession\\_bls\\_spotlight.pdf](http://www.bls.gov/spotlight/2012/recession/pdf/recession_bls_spotlight.pdf).
5. Alistair Darling, interview with David Blanchflower, CNBC Squawk Box, June 4, 2009.
6. David Blanchflower, interview with author, September 10, 2015.
7. Frederic S. Mishkin, «Politicians Are Threatening the Fed’s Independence», New York Times, September 29, 2011.
8. Alice M. Rivlin, «Preserving the Independence of the Federal Reserve», testimony before the Subcommittee on Oversight and Investigations, House Committee on Financial Services, July 14, 2015.
9. «The Grey Man’s Burden», Economist, December 1, 2012.
10. Ibid.
11. Ibid.
12. Binyamin Appelbaum, «Bernanke, As Professor, Tries to Buff Fed’s Image», New York Times, March 21, 2012.
13. Ben S. Bernanke, «The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward», Remarks at the Annual Meeting of the American Economic Association, January 3, 2014.
14. Barry Eichengreen et al., «Rethinking Central Banking», Committee on International Economic Policy and Reform, Brookings Institution, September 2011.
15. «All Federal Reserve Banks—Total Assets, Eliminations from Consolidation», Economic Research, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/WALCL>.
16. Allan H. Meltzer, «My Response to NYT Columnist Krugman», e21, Economic Policies for the 21st Century at the Manhattan Institute, September 16, 2014.

17. Annalyn Censky, «Republicans to Fed: Forget about Jobs», CNN Money, December 3, 2010.
18. Daniel Foster, «Pence: 'End the Fed's Dual Mandate,» National Review, November 16, 2010.
19. Paul Volcker, interview with author, May 2, 2011.
20. Ben Bernanke, interview with author, July 6, 2015.
21. Roger Lowenstein, «Imagine: The Fed Dead», New York Times, May 1, 2011.
22. John B. Taylor, «The Dangers of an Interventionist Fed», Wall Street Journal, March 29, 2012.
23. Ibid.
24. David Blanchflower, interview with author, August 18, 2015.
25. Kevin Warsh, «The Federal Funds Rate in Extraordinary Times», Remarks at the Exchequer Club Luncheon, Washington, DC, May 21, 2008.
26. Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, «Rethinking Macroeconomic Policy».
27. Paul Volcker, «A Little Inflation Can Be a Dangerous Thing», New York Times, September 18, 2011.
28. «NGDP Targeting Will Not Provide a Volcker Moment», Free Exchange, Economist, November 1, 2011.
29. Ben S. Bernanke, «Monetary Policy and the Housing Bubble», Remarks at the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, 2010.
30. «Strip Club's 'Art Nights' Fail to Skirt Nudity Ban», Times wire report, April 6, 2005, <http://articles.latimes.com/2005/apr/06/nation/na-briefs6.5>.
31. Ben S. Bernanke, interview with author, July 6, 2015.
32. Simon Johnson, interview with author, July 27, 2015.
33. Barry Eichengreen et al., «Rethinking Central Banking».
34. Simon Johnson, interview with author, July 27, 2015.

## От автора

Признаться, писать эту книгу было нелегко. Невозможно просто сесть за компьютер и тут же начать излагать интересные мысли о кредитно-денежной политике. Это довольно сложная тема, и мне следовало постараться сделать ее максимально доступной и привлекательной для читателя. К счастью, у меня были помощники на каждом этапе этого непростого пути, начиная с базовых исследований. Джек Пинто оказался потрясающим ассистентом по сбору материала. Именно он накопил многие забавные случаи и примеры, приведенные в книге. Когда Джек окончил университет, его место занял не менее талантливый Закари Хардвик. К концу проекта эту роль исполнял Джеффри Ланг, порой на редкость оперативно выискивающий для меня информацию, когда я нуждался в каких-то значимых деталях.

Существенную помощь как в большом, так и в малом мне также оказали коллеги из Дартмутского университета. Джим Фейрер, по сути, стал чем-то вроде незаменимого камертона по макроэкономическим вопросам. Бывало, заскочишь к нему в кабинет, чтобы обсудить пару наболевших тем, и получишь на редкость содержательную и полезную беседу. Я восхищен невероятным диапазоном его интеллектуальных интересов.

Дэвид «Дэнни» Блэнчфлауэр был отличным источником знаний для этой книги и прекрасным партнером для игры в гольф, причем одновременно. Несколько раз я даже брал цифровой диктофон в гольф-мобиль, чтобы записывать его истории. А еще я в неоплатном долгу перед Дугом Ирвином как за увлекательный академический труд, посвященный золотому стандарту, так и за полезные комментарии к рукописи этой книги.

Эндрю Сэмвик создал для меня нечто вроде потрясающего интеллектуального дома в Рокфеллер-центре Дартмутского университета. Это огромная привилегия — ежедневно работать со столь талантливыми преподавателями-энтузиастами и другими сотрудниками университета и студентами.

Безусловно, большинство людей в мире не думают, просыпаясь по утрам, о том, как улучшить неполное высшее образование, но работники Рокфеллер-центра поступают именно так.

Даже два бывших председателя Федеральной резервной системы США — Пол Волкер и Бен Бернанке — нашли для меня время в своем чрезвычайно плотном графике, чтобы обсудить вопросы кредитно-денежной политики. Я восхищаюсь ими обоими и их достижениями на государственной службе. Волкер — настоящий супергерой, «Человек — борец с инфляцией», о котором подробно говорится в главе 5, — имел смелость выступить против инфляции, которая истощала американскую экономику в 1970-х. А Бернанке встал у руля в годы самого сильного финансового кризиса со времен Великой депрессии. И каждый из них подвергался за свои усилия жесточайшей критике со стороны как общества, так и политиков.

Нельзя не упомянуть и об энергичном дуэте из издательской компании W. W. Norton, Джеффе Шреве и Дрэйке Мак-Фили, которые на редкость умело применяют все инструменты, позволяющие превращать хорошие идеи в отличные книги. А Тина Беннетт помогает запустить эти проекты. Я очень высоко ценю ее давнюю и мощную поддержку.

И последнее по порядку, но отнюдь не по важности, Лия, Катрина, София и Си Джей обеспечивают исключительно правильный баланс хаоса, авантюризма и любви в моей жизни. Спасибо за ту радость, которую вы приносите в наш дом. Катрина, вечно высказывающая скептические замечания в адрес профессора колледжа, любит спрашивать: «Ну, чем ты на самом деле занимаешься?» По крайней мере теперь я могу ей сказать: «Вот видишь, я написал эту книгу».

**НЕЙРОБИОЛОГИЯ**

**ТЕОРИЯ ИГР**

**ЛИНГВИСТИКА**

**ЭКОНОМИКА**

**АСТРОФИЗИКА**

**И МНОГОЕ ДРУГОЕ**

**МИФ** Научпоп

Весь научпоп  
на одной странице:  
[mif.to/science](https://mif.to/science)

Узнавай первым  
о новых книгах,  
скидках и подарках  
из нашей рассылки  
[mif.to/sci-letter](https://mif.to/sci-letter)

#mifnauka    

*Научно-популярное издание*

**Уилан Чарльз**

## **Голые деньги**

Откровенная книга о финансовой системе

Руководитель редакции *Артем Степанов*

Шеф-редактор *Ренат Шагабутдинов*

Ответственный редактор *Наталья Шульпина*

Литературный редактор *Татьяна Сквородникова*

Арт-директор *Алексей Богомолов*

Иллюстратор *Сергей Николаев*

Верстка обложки *Наталья Майкова*

Верстка *Вадим Мартыновский*

Корректоры *Ирина Иванченко, Вита Галич*

ООО «Манн, Иванов и Фербер»

[www.mann-ivanov-ferber.ru](http://www.mann-ivanov-ferber.ru)

[www.facebook.com/mifbooks](http://www.facebook.com/mifbooks)

[www.vk.com/mifbooks](http://www.vk.com/mifbooks)

**ЕАС**



## Продолжение серии бестселлеров Чарльза Уилана о неожиданно увлекательном, многообразном и удивительном мире, стоящем за цифрами банковских счетов и купюр в наших бумажниках.

Чарльз Уилан — автор нескольких бестселлеров, в том числе книги «Голая экономика», переведенной на 13 языков и вошедшей в список 100 лучших бизнес-книг всех времен и народов по рейтингу 8-800-CEO-READ, — мастер превращения скучного и непонятного в интересное и доступное. В этой книге он применил свой талант к финансовой системе, обойдясь без зубодробительных цифр, заумных уравнений и моделей.

Открывая читателю дверь в удивительный мир финансов и банков, автор в своей фирменной манере рассказывает о многих острых экономических проблемах и отвечает на ряд интересных вопросов:

- Почему существуют бумажные деньги?
- Зачем некоторые страны печатают так много денег, что национальная валюта становится дешевле туалетной бумаги?
- Как центральные банки могут останавливать кризисы?
- Почему большая часть Европы живет с единой валютой и какие проблемы это вызывает?
- Как изменят мир финансов биткоины и современные технологии?



издательство  
**МАНН, ИВАНОВ И ФЕРБЕР**

Максимально полезные книги  
на сайте [mann-ivanov-ferber.ru](http://mann-ivanov-ferber.ru)

 Like [facebook.com/mifbooks](https://facebook.com/mifbooks)

 [vk.com/mifbooks](https://vk.com/mifbooks)

 [instagram.com/mifbooks](https://instagram.com/mifbooks)