

СДВИГИ И ШОКИ

Martin Wolf

The Shifts and the Shocks:

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

Мартин Вулф

СДВИГИ И ШОКИ

Чему нас научил
и еще должен научить
финансовый кризис

Перевод с английского
АЛЕКСЕЯ ГУСЕВА

под научной редакцией
ЕКАТЕРИНЫ ГОЛОВЛЯНИЦЫНОЙ

ИЗДАТЕЛЬСТВО ИНСТИТУТА ГАЙДАРА
МОСКВА · 2016

УДК 328.23
ББК 65.5
В88

Вулф, Мартин

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

ISBN 978-5-93255-460-9

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

УДК 328.23
ББК 65.5

ISBN 978-5-93255-460-9

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

Содержание

Благодарности · 9
Предисловие к русскому изданию · 13
Предисловие. Почему я написал эту книгу · 16
Введение. «Сдается мне, Тототшка, мы уже не в Канзасе» · 28
ЧАСТЬ I. ШОКИ · 45
Пролог · 47
Глава 1. От кризиса к мерам жесткой экономии · 49
Глава 2. Кризис в еврозоне · 88
Глава 3. Дивный новый мир · 145
ЧАСТЬ II. СДВИГИ · 171
Пролог · 173
Глава 4. Как финансовый мир дал трещину · 176
Глава 5. Сдвиги в мировой экономике · 220
ЧАСТЬ III. РЕШЕНИЯ · 273
Пролог · 275
Глава 6. Ортодоксия низвержена · 278
Глава 7. Как исправить финансовую систему · 319
Глава 8. Долгий путь впереди · 365
Глава 9. Как спасти брак · 408
Заключение. На сей раз мир погибнет от огня · 443
Литература · 490

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

Благодарности

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Предисловие к русскому изданию

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

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

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

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

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

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

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

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

Какие же уроки должны извлечь из этих событий российские читатели?

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

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

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

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

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

Мартин Вулф

Предисловие. Почему я написал эту книгу

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

Хайман Мински, 1981¹

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

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

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

рилось о хрупкости финансов и учащении финансовых кризисов после 1980-х годов. Кроме того, я рассуждал, насколько опасен рост огромных профицитов и дефицитов текущего счета, так называемых глобальных дисбалансов, усилившийся после кризиса на формирующихся рынках 1997–1999 годов. В частности, я старался определить, что будет дальше, если, развиваясь в тесной взаимосвязи, будут разрастаться дефицит текущего счета в США, резервы иностранной валюты в формирующихся экономиках и дисбалансы внутри еврозоны². Этот анализ естественным образом вытекал из тех выводов относительно финансового сектора, которые были сделаны в моей более ранней книге «Почему глобализация работает?»³, опубликованной в 2004 году³. В ней я показывал, что глобализация полезна, но подчеркивал ее высокие издержки в виде финансовых кризисов. Тем не менее я не ожидал, что эти тенденции кончатся столь мощным финансовым кризисом, столь масштабными мерами стимулирования и настоящим хаосом, поглотившим еврозону.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Введение. «Сдается мне, Тототшка, мы уже не в Канзасе»^{1, 2}

В Британии больше нет постоянных крахов и взлетов — наши процентные ставки самые низкие за сорок лет. И у нас больше нет постоянных остановок и рывков. Мы переживаем самый продолжительный период устойчивого экономического роста за 200 лет.

Гордон Браун, 2004³

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

Бен Бернанке, председатель Федеральной резервной системы, 2004⁴

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

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

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

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

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

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

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

6. Bernanke, 'The Great Moderation'.

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

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

План книги

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Чем важны шоки

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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