

Федеральная резервная система:

*почему доллар в кармане намного
лучше простого клочка бумаги*

10

Иногда совсем простые заявления звучат очень громко. 11 сентября 2001 года, через считанные часы после террористических атак, ФРС США опубликовала следующее заявление: «Федеральная резервная система открыта и работает. Для удовлетворения потребностей в ликвидности действует дисконтное окно». Эти сухие и чисто технические короткие утверждения оказали на глобальные рынки исключительно успокоительный эффект. А в следующий понедельник, когда фондовые рынки Америки впервые после нападения начали официальную торговлю, Федеральная резервная система США снизила процентные ставки на 0,5 процента — еще один шаг, существенно ослабивший негативные финансово-экономические последствия нападения террористов.

Почему столь незатейливое заявление, буквально пара предложений, оказало столь глубокое воздействие на крупнейшую в мире экономику, да, по сути, и на всю мировую экономику?

В распоряжении ФРС США есть инструменты, которые оказывают на мировую экономику прямое и непосредственное влияние, что и отличает ее от любой другой организации в мире, публичной или частной. Во времена экономического кризиса, который начал разворачиваться в 2007 году, ФРС использовала весь этот инструментарий — а потом еще и приобрела ряд новых гаджетов, — чтобы спасти финансовую систему, находившуюся на грани паники. С тех пор одни критиковали ФРС и ее главу Бена Бернанке за то, что тогда было сделано слишком много, а другие — за то, что было сделано недостаточно. Тем не менее все согласны с тем, что роль Федеральной резервной системы США поистине огромна.

В чем ФРС, институт, напрямую неподотчетный избирателям, черпает свою невероятную мощь? И как эта мощь влияет на повседневную жизнь

американцев? На эти вопросы можно дать один ответ: Федеральная резервная система управляет массой денег в обращении и, следовательно, представляет собой источник кредитования экономики. Когда этот источник разблокирован, процентные ставки снижаются и мы с большей готовностью тратим деньги на покупки, требующие займов, начиная с новых автомобилей и заканчивая новыми промышленными предприятиями. Таким образом, ФРС может применять денежно-кредитную политику для противодействия спадам темпов экономического роста или для их предотвращения. А еще она может вливать деньги в финансовую систему после внезапных и серьезных потрясений, например после обвала фондового рынка в 1987 году, террористических актов 11 сентября или краха на американском рынке недвижимости. Если бы тогда не были приняты нужные меры, потребители и компании, застыв на месте, прекратили бы тратить деньги. Однако ФРС может и закрыть источник денег повышением процентных ставок. В период роста стоимости заемных средств мы расходует менее охотно. Такова поистине огромная сила ФРС. Лауреат Нобелевской премии по экономике 2008 года Пол Кругман однажды написал: «Если вам нужна простая модель для прогнозирования безработицы в США в течение нескольких следующих лет, то вот она: этот уровень будет таким, каким его хочет видеть Гринспен*, плюс-минус незначительная погрешность, отражающая тот факт, что Гринспен все же не совсем Бог». Теперь то же самое можно сказать и о Бене Бернанке.

Впрочем, Богу не приходится управлять коллегиально, а Бену Бернанке приходится. Федеральная резервная система состоит из двенадцати резервных банков, разбросанных по всей стране, и совета управляющих, в который входят семь человек, с базой в Вашингтоне. Бен Бернанке — председатель этого совета. Он глава ФРС. Федеральная резервная система регулирует деятельность коммерческих банков, поддерживает банковскую инфраструктуру и в целом следит за состоянием финансовой системы. Все это требует обычной профессиональной компетентности, а вовсе не гениальности или экстраординарной проницательности. А вот с денежно-кредитной политикой, второй сферой ответственности ФРС, дело обстоит иначе. Эту часть ее деятельности вполне можно охарактеризовать как нечто равноценное по сложности операции на головном мозге, только в экономике. Экономисты никак не могут прийти к согласию по поводу того, как ФРС должна управлять

* Гринспен Алан (род. 1926) — американский экономист, председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы США с 1987 по 2006 год. *Прим. ред.*

предложением денег. Не могут они договориться и о том, как именно и почему изменения кредитной массы производят тот эффект, который они производят. Зато абсолютно все экономисты согласны с тем, что эффективная денежно-кредитная политика чрезвычайно важна и что ФРС должна «вливать» в экономику ровно столько кредитов, сколько необходимо для поддержания ее постоянного роста. В противном случае последствия могут обернуться катастрофой. Так, Роберт Манделл, лауреат Нобелевской премии по экономике 1999 года, утверждает, что именно ошибочная кредитно-денежная политика 1920–1930-х годов привела к хронической дефляции, которая со временем дестабилизировала весь мир. В частности, он пишет: «Если бы в конце 1920-х годов цена на золото возросла либо если бы центральные банки проводили политику стабилизации цен, вместо того чтобы упорно придерживаться золотого стандарта, не было бы ни Великой депрессии, ни нацистского переворота, ни Второй мировой войны» [1].

На первый взгляд задача кажется не такой уж сложной. Если в силах ФРС заставить экономику расти более быстрыми темпами за счет снижения процентных ставок, то, по всей вероятности, чем они ниже, тем лучше — всегда. И правда, почему темпы роста экономики должны быть чем-то ограничены? Если при снижении ставок с 7 до 5 процентов мы начинаем охотнее тратить деньги, зачем останавливаться на достигнутом? Ведь есть еще безработные и люди, которые пока еще не купили себе новые автомобили, так давайте снизим ставку до трех процента, а то и сразу до одного. Новые деньги для всех и каждого! Увы, у здоровых темпов экономического роста действительно есть пределы. Если низкие процентные ставки — легкие деньги — приводят к тому, что спрос потребителей на новый PT Cruiser повышается на 5 процентов по сравнению с прошлым годом, компания Chrysler вынуждена будет увеличить производство на 5 процентов. Значит, ей придется нанять новых работников, увеличить закупку стали, стекла, компонентов электрооборудования и так далее. В какой-то момент Chrysler станет трудно, а то и невозможно находить все эти новые исходные ресурсы, особенно квалифицированных рабочих. В этой «точке» компания становится не способной выпускать достаточное количество PT Cruiser для удовлетворения потребительского спроса; вместо этого она начинает поднимать цены на эту модель. В то же время рабочие автомобилестроительной отрасли понимают, что компания отчаянно нуждается в рабочей силе, и профсоюз требует повышения заработной платы.

На этом история не заканчивается, потому что то же самое будет происходить в масштабах всей экономики, а не только в компании Chrysler. Если процентные ставки исключительно низки, производители будут активно заимствовать средства для инвестирования в новые компьютерные системы и программное обеспечение, а потребители щедро оплачивать картами VISA телевизоры с большими экранами и круизы в Карибском море — но только до поры до времени. Когда все места на круизных лайнерах будут раскуплены, а Dell распродаст все компьютеры, которые способна произвести, и туроператор, и производитель компьютеров тоже поднимут цены на свои продукты. Если спрос превышает предложение, даже взимая бóльшую плату, компания все равно будет распродавать все путевки на круиз и все произведенные ею компьютеры. Короче говоря, проводимая Федеральной резервной системой политика «легких денег» может привести к тому, что потребительский спрос превысит производственные способности экономики. И единственный способ умерить этот чрезмерный спрос — повышение цен, в результате чего возникает инфляция.

От повышения преysкурантной цены на PT Cruiser ровным счетом никто не выигрывает. Конечно, Chrysler зарабатывает больше, но компания также вынуждена больше платить своим поставщикам и работникам. Хотя теперь рабочие получают более высокую зарплату, им приходится больше платить за товары первой необходимости. Цифры меняются везде, но производственные мощности экономики, как и мера нашего благосостояния, реальный ВВП, упираются в стену. А вот раскрученный инфляционный цикл остановить крайне трудно. Повсеместно компании и работники начинают ожидать постоянного роста цен (что действительно приводит к росту цен). Добро пожаловать в 1970-е!

Скорость, с которой экономика способна расти, не порождая инфляцию, разумно было бы рассматривать как «предельную». В конце концов, существует всего несколько способов увеличить объем продуктов и услуг, которые нация способна произвести. Можно работать больше часов. Можно создать новые рабочие места, либо снизив уровень безработицы, либо посредством иммиграции (помня при этом, что имеющаяся в наличии отечественная рабочая сила, возможно, не обладает востребованными навыками). Можно применять в производстве новое оборудование и другие виды капитала. И наконец, можно повысить продуктивность — производить больше того, что мы уже производим, скажем, благодаря инновациям или

техническому прогрессу. Каждый из этих источников экономического роста естественным образом ограничен. Рабочая сила — дефицитный ресурс, как и капитал; технологические изменения непредсказуемы и тоже ограничены. В конце 1990-х годов американские автомобилестроители угрожали устроить забастовку из-за слишком продолжительного рабочего дня (сейчас бы нам их проблемы!), а рестораны быстрого питания предлагали новым сотрудникам весьма выгодные контракты, наперебой заманивая их. Мы уперлись в стену.

По подсчетам экономистов, предельные темпы роста экономики США находятся в диапазоне трех процентов в год. В этом утверждении содержится первый намек на то, какая же все-таки сложная задача стоит перед ФРС. Ей необходимо поддерживать на редкость шаткое равновесие. Если экономика растет медленнее, чем она способна, мы бесцельно растрачиваем свой экономический потенциал. Заводы, производящие PT Cruisers, простаивают; а рабочие, которые могли бы там работать, числятся безработными. Экономика, способная расти на 3 процента в год, растет на жалкие 1,5 процента, а то и вовсе сползает в рецессию. Уильям Макчесни Мартин — младший, председатель Федеральной резервной системы в 1950–1960-х годах, однажды сказал, что задача этого института заключается, образно говоря, в том, чтобы в самый разгар вечеринки утащить из гостинной чашу с пуншем.

Иногда ФРС приходится хозяйничать на вечеринке через много часов после того, как мероприятие окончательно выйдет из-под контроля. Так, чтобы «выдавить» из нашей экономики инфляцию, она намеренно организовала несколько рецессий. Примечательно, что человеком, положившим конец развеселой инфляционной вечеринке 1970-х годов, был «жестокий» Пол Волкер. К тому времени голые гости уже всю отплясывали на столах. Инфляция выросла с 3 процентов в 1972 году до 13,5 процента в 1980-м. Тогда, чтобы замедлить темпы роста экономики, именно Волкер ударил по кредитно-денежным тормозам, резко повысив процентные ставки. В 1981 году краткосрочные процентные ставки достигли максимума, перевалив за 16 процентов. В результате произошло болезненное сворачивание инфляционного цикла. Когда ставки по процентам начали выражаться двузначными числами, на складах автодилеров скопилось уже много автомобилей Chrysler модели K. И они были вынуждены снизить цены или прекратить их поднимать. Автомобилестроительные компании стали закрывать заводы и увольнять рабочих, а те, кого не уволили, вполне рассудительно решили, что сейчас не самый подходящий момент требовать повышения зарплаты.

То же самое, понятное дело, происходило и во всех остальных секторах экономики. Медленно и мучительно для людей из системы изгонялось ожидание того, что цены будут расти всегда. После введения всех этих мер произошел спад 1981–1982 годов, когда ВВП сократился на 3 процента, а уровень безработицы вырос почти до 10 процентов. В итоге Пол Волкер заставил-таки не в меру разошедшихся танцоров слезть со столов. К 1983 году инфляция снизилась до трех процентов. Очевидно, что все это было бы намного менее болезненно, если бы вечеринка изначально не вышла из-под контроля.

Чем обусловлена такая невероятная мощь ФРС в деле регулирования процентных ставок? В конце концов, коммерческие банки — частные предприятия. Конечно, Федеральная резервная система не может взять и заставить Citibank повысить или понизить ставки, взимаемые с потребителей по автокредитам и ипотеке. Она это делает косвенным образом. Вспомним, что в главе 7 мы говорили о том, что процентная ставка, по сути, не что иное, как арендная ставка на капитал, или «цена денег». ФРС управляет предложением денег США — этот механизм мы обсудим подробнее чуть позже, а сейчас достаточно будет признать, что в этом аспекте капитал, в сущности, ничем не отличается от квартир: чем больше предложений, тем дешевле аренда. Федеральная резервная система меняет процентные ставки, изменяя объем средств, имеющихся в распоряжении коммерческих банков. Если денег в банках очень много, процентные ставки должны быть достаточно низкими, чтобы привлечь заемщиков на все имеющиеся средства. Когда же денег мало, все должно быть наоборот: взимая более высокие процентные ставки, банки все равно будут привлекать достаточно заемщиков. Все тот же вопрос спроса и предложения, и предложение контролируется ФРС.

Решения в рамках денежно-кредитной политики, то есть повышение, снижение или поддержание на текущем уровне процентных ставок, принимаются ФРС коллегиально, органом под названием Комитет по операциям на открытом рынке (FOMC — Federal Open Market Committee), который состоит из совета управляющих, президента Федерального резервного банка Нью-Йорка и поочередно президентов четырех других федеральных резервных банков. Глава ФРС возглавляет и FOMC. Иными словами, власть Бена Бернанке обусловлена тем, что он председательствует на собрании FOMC, на котором принимаются решения о процентных ставках.

Если Комитет хочет стимулировать экономику за счет снижения стоимости заимствования, для этого в его распоряжении имеются два основных инструмента. Первый — ставка дисконтирования, или процентная ставка, по которой коммерческие банки могут заимствовать средства непосредственно у Федеральной резервной системы. Взаимосвязь между учетной ставкой и стоимостью заимствований в Citibank четкая и простая: при снижении учетной ставки банки могут заимствовать средства у ФРС дешевле и, следовательно, предоставлять своим клиентам более дешевые кредиты. Но существует одна сложность. Заимствование непосредственно у ФРС негативно сказывается на репутации заемщика, так как подразумевает, что банк не способен мобилизовать средства из частных источников. Обращение за кредитом к Федеральной резервной системе можно сравнить с просьбой одолжить денег к родителям, после того как тебе уже исполнилось двадцать пять. Деньги-то получишь, но такого наслушаешься — лучше уж сначала попробывать другие способы

Вместо того чтобы брать займы у Федеральной резервной системы, банки обычно обращаются к другим банкам. Вторым важным инструментом в имеющемся у ФРС арсенале мер регулирования предложения денег является ставка федеральных резервных фондов — ставка, которую банки взимают с других банков по краткосрочным кредитам. Федеральная резервная система не может устанавливать процентную ставку, под которую Wells Fargo ссужает деньги Citigroup. FOMC скорее устанавливает некую целевую ставку по централизованным кредитным средствам, скажем 4,5 процента, а затем манипулирует предложением денег для достижения намеченного целевого показателя. Если денег предлагается больше, банки вынуждены снижать цену (процентные ставки), чтобы найти заемщиков для новых средств. По сути, массу денег в обращении можно представить себе в виде печи, роль термостата в которой играет ставка по централизованным кредитным средствам. Если FOMC снижает эту ставку с 4,5 до 4,25 процента, то Федеральная резервная система будет закачивать деньги в банковскую систему до тех пор, пока ставка суточного кредита Wells Fargo для Citigroup не снизится до значения, очень близкого к 4,25 процента.

Все это подводит нас к еще одной, заключительной головоломке: а как Федеральная резервная система вводит деньги в частную банковскую систему? Неужели Бен Бернанке печатает новые 100 миллионов долларов, загружает их в бронированный грузовик и везет в отделение Citibank? Не совсем так.

Хотя, надо признать, это довольно удачный образ для изображения того, как все происходит на самом деле.

Бен Бернанке и FOMC действительно создают новые деньги. В США такую власть имеют только они. Казначейство печатает валюту и чеканит монету для замены денег, уже находящихся в обращении. ФРС действительно доставляет новые деньги в финансовые учреждения вроде Citibank, но она не раздает их просто так: система обменивает новые деньги на государственные облигации, которыми банки владеют на тот момент. В нашем образном примере происходит приблизительно следующее: руководитель филиала Citibank встречает бронированный грузовик Бена Бернанке у дверей своего банка, перегружает 100 миллионов новеньких долларов в хранилище банка и передает главе ФРС государственные облигации из портфеля банка на эту сумму. Обратите внимание: Citibank после проведения этой сделки не становится богаче ни на доллар. Он просто обменивает 100 миллионов долларов в виде актива одного вида (облигации) на такую же сумму в виде другого актива (наличные денежные средства, или, если уж быть совсем точным, их электронный эквивалент).

Банки вкладывают в облигации по той же причине, что и частные инвесторы: потому что это надежный способ хранения той части активов, которая не потребовалась для чего-нибудь другого. В частности, банки покупают облигации на средства вкладчиков, которые не были выданы в качестве займов. Но для экономики обмен Citibank облигаций на наличные чрезвычайно, критически важен. Если банк владеет 100 миллионами долларов в форме депозитов, вложенных в облигации, он не имеет права выдать эти средства в кредит. Этими деньгами не профинансируешь ни строительство жилья, ни развитие предприятий, ни новые заводы. А вот после того, как бронированный грузовик Бена Бернанке отъезжает от Citibank, в банке уже есть деньги, которые он может одолжить клиентам, а это новые кредиты на самые разные цели, способствующие повышению экономической активности страны. Собственно, деньги, влитые таким образом в банковскую систему, производят «каскадный эффект». Банк, обменивающий облигации на деньги ФРС, удерживает часть средств в качестве резерва, как того требует закон, а остальные деньги раздает в виде кредитов. Все, кто получают эти кредиты, на что-нибудь их потратят, возможно, в автомобильном салоне, а может, в универсаме. В конечном счете эти деньги окажутся в других банках, которые удержат некоторую часть как резерв, а остальное выдадут в кредит

своим клиентам. В итоге операция ФРС по вливанию 100 миллионов долларов новых средств в банковскую систему может увеличить массу денег в обращении в десять раз.

Разумеется, глава ФРС не садится за руль и не ведет грузовик к отделению Citibank, чтобы обменять наличные на облигации. FOMC решает эту задачу, например, с помощью рынка облигаций, который работает примерно так же, как фондовый рынок, за исключением того, что в данном случае покупаются и продаются не акции, а облигации. Торговцы облигациями, работающие от имени ФРС, покупают облигации у коммерческих банков и платят за них только что напечатанными деньгами — средствами, которых еще 20 минут назад просто не существовало. (Предположительно, банки, продающие свои облигации, будут иметь наибольшие возможности для выдачи новых кредитов.) ФРС продолжает покупать облигации, расплачиваясь новыми деньгами (этот процесс называется операциями на открытом рынке) до тех пор, пока не будет достигнута целевая ставка по централизованным кредитным средствам.

Итак, что Федеральная резервная система дает, то она может и забрать. ФРС может повысить процентные ставки, делая нечто противоположное тому, что мы только что описали. FOMC может проголосовать за повышение учетной ставки и/или целевой ставки по централизованным кредитным средствам и издать приказ о продаже облигаций из своего портфеля коммерческим банкам. Банки отдают свои средства, которые они могли бы пустить на кредиты, и, соответственно, предложение денег уменьшается. Деньги, которые можно было бы выдать в кредит потребителям и компаниям, вкладываются в облигации. Процентные ставки растут, и все, что приобретается на заемный капитал, дорожает. И вследствие кумулятивного эффекта, возникающего в этом процессе, происходит замедление темпов экономического роста.

Механизм этих действий ФРС не должен заслонять от нас общую картину: мандат Федеральной резервной системы обязывает ее содействовать поддержанию устойчивых темпов экономического роста. Давайте попытаемся прояснить, насколько трудна эта задача. Во-первых, мы можем только гадать, при каком именно уровне темпов развития экономики действия ФРС приводят к инфляции. Среди экономистов давно ведется спор о том, сильно ли компьютеры и другие информационные технологии повысили продуктивность американцев. Если они повлияли весьма существенно, как утверждал господин Гринспен во время пребывания на посту главы ФРС,

то потенциальные темпы роста экономики, скорее всего, повысились. В противном случае, как утверждают, и весьма убедительно, другие экономисты, предельная скорость не изменилась. А всем ясно, что соблюдать четко не обозначенные ограничения скорости чрезвычайно трудно.

Впрочем, это лишь первая сложность. Федеральной резервной системе необходимо еще рассчитать, как скажется на экономической ситуации изменение процентных ставок и как долго продлится его влияние. Приведет ли снижение ставки на четверть пункта к тому, что двенадцать жителей города Де-Мойн приобретут новые PT Cruiser? И когда они это сделают — на следующей неделе или через полгода? Не следует также забывать, что наибольшим контролем ФРС обладает над процентными ставками по краткосрочным кредитам, а их колебания иногда совпадают с движением ставок по долгосрочным кредитам — а иногда не совпадают. И почему Бен Бернанке не может силой своего волшебства охватить и долгосрочные ставки? Потому что долгосрочные ставки не зависят от массы денег в обращении сегодня, они зависят от того, каким, по прогнозам рынков, будет предложение денег (по сравнению со спросом) через 10, 20 или даже 30 лет. Бен Бернанке не может контролировать предложение денег в 2015 году. Кроме того, как вы помните, пока ФРС пытается использовать кредитно-денежную политику для достижения конкретной экономической цели, Конгресс, принимающий решения относительно налогов и государственных расходов, может предпринимать в сфере бюджетно-налоговой политики шаги, которые произведут совершенно иной эффект — либо такой же эффект, из-за чего политика ФРС окажется чрезмерной.

Итак, попытаемся резюмировать, чем именно призвана заниматься Федеральная резервная система, для чего вернемся к нашей аналогии с предельной скоростью. ФРС обязана способствовать темпам экономического роста, следя за тем, чтобы они были не слишком быстрыми и не слишком медленными. При этом не стоит забывать, что, во-первых, точный показатель предельной скорости экономики никому не известен, а во-вторых, и акселератор, и тормоза в данном случае работают с отставанием, не сразу после того, как на них нажимают. Нам приходится некоторое время ждать их реакции — иногда пару недель, иногда несколько лет, — но эта модель всегда непредсказуема. Так, неопытный водитель может все сильнее давить на газ, недоумевая, почему его действия ни к чему не приводят, и подвергаясь за свою раздражающе медленную езду всевозможным оскорблениям

со стороны других участников дорожного движения. Только через девять месяцев он узнает, что в его автомобиле есть технические проблемы с управлением. В-третьих, денежно-кредитная и налогово-бюджетная политики влияют на экономику независимо друг от друга, и пока Федеральная резервная система осторожно жмет на педаль тормоза, Конгресс и президент могут изо всех сил давить на акселератор. И наконец, в-четвертых, существует еще полоса препятствий, образованная чередой мировых событий: то случится финансовый кризис, то произойдет всплеск цен на нефть. В сущности, можно сказать, что Федеральной резервной системе приходится постоянно вести автомобиль по совершенно незнакомой местности, ориентируюсь по карте, устаревшей по меньшей мере лет на десять.

Писатель Боб Вудворд, автор биографии Алана Гринспена, назвал свою книгу *Maestro* («Маэстро»). В 1990-е годы, когда американская экономика переживала самый долгий период экспансии в своей истории, Гринспена превозносили за его подход к денежно-кредитной политике; словно Златовласка из известной сказки он все делал именно в нужный момент. С тех пор этот ореол славы несколько развеялся. Теперь бывшего председателя ФРС нередко критикуют за «пособничество» надуванию «пузырей» на рынке недвижимости и фондовом рынке, в частности за то, что он долго удерживал процентные ставки на слишком низком уровне. На этот раз «дешевые деньги» привели к инфляции не потому, что отправляли множество американцев покупать PT Cruisers и дорогие круизы по Карибскому морю. Вместо этого мы покупали акции и недвижимость, а растущие цены на эти активы не отображались в индексе потребительских цен. Так что, учитывая еще одну сложность денежно-кредитной политики: мы превышали скорость, а приборы показывали, что мы едем как следует.

Итак, никто не спорит: перед ФРС действительно стоят нелегкие задачи. И все же этот вывод далек от весьма мрачного заявления лауреата Нобелевской премии Роберта Манделла, якобы именно неправильная валютно-финансовая политика в свое время заложила основы для начала Второй мировой войны. Чтобы лучше понять, почему безответственная денежно-кредитная политика приводит к ужасным последствиям, нам с вами стоит немного разобраться в природе денег. С точки зрения экономистов, деньги сильно отличаются от богатства. Богатство состоит из всего, что имеет ценность: домов, автомобилей, вещей, человеческого капитала. Деньги же, крошечное

подмножество богатства, — это лишь средство обмена, призванное способствовать развитию торговли. Теоретически без них вполне можно обойтись. Простая экономика может работать исключительно на основе бартера. В земледельческом обществе без особого труда можно обменять пяток кур на новое платье или расплатиться со школьным учителем козой и тремя мешками риса. В более развитой экономике бартер работает хуже. Только представьте себе масштабы материально-технических проблем, которые возникнут, если вы решите расплатиться курами за книги, купленные на Amazon.

Практически в каждом обществе для облегчения торговли появлялись деньги разного вида. (Кстати, английское слово salary [зарплата] происходит от слова sal [соль]; оказывается, римским солдатам платили жалованье солью.) Любое средство обмена, будь то золотая монета, зуб кита или американский доллар, служит одинаковой цели. Например, помогает обмениваться разными продуктами, благодаря чему я могу на обед полакомиться свиными отбивными, даже если мясник совершенно не заинтересован в покупке моих книг. Кроме того, средство обмена используется в качестве расчетной единицы, чтобы стоимость любых продуктов и услуг можно было измерить и сравнить по единой шкале. (Только представьте себе жизнь без такой расчетной единицы: у компании Gap джинсы стоят три курицы, а за такие же штаны Tommy Hilfiger требует одиннадцать бобровых шкурок. И какие же штаны дороже?) Деньги также должны быть долговечными, и их должно быть легко и просто переносить. Ни шары для боулинга, ни лепестки роз этим требованиям не удовлетворяют. И наконец последнее, денег должно быть относительно мало, только тогда они могут быть хранилищем ценности.

Следует признать, что умные люди всегда найдут эффективное средство обмена. Например, в тюрьмах, где иметь наличные деньги запрещено, долгое время в качестве средства обмена использовались сигареты. Не важно, курите вы или нет, сигареты высоко ценятся до тех пор, пока среди заключенных есть достаточно желающих подыметь. А что же было потом, когда в федеральных тюрьмах США запретили курить? Заключенные довольно быстро нашли другое удобное в переноске и долгосрочное хранилище ценности — банки консервированной скумбрии. По сообщению Wall Street Journal, сегодня банка скумбрии — стандартная единица расчета в американских тюрьмах. Правда, в некоторых местах лишения свободы перешли с консервных банок на пластиковую упаковку, потому что из железных банок заключенные умеют изготавливать холодное оружие. В консервной банке или в пищевом

пластике скумбрия не портится; ее можно купить в тюремной лавке, и стоит она около доллара, что облегчает расчеты. Например, как я слышал, в Федеральном исправительном комплексе в Ломпоке стрижка обойдется в две банки (упаковки) скумбрии [2].

На протяжении значительной части американской истории торговля велась с помощью бумажной валюты, обеспечиваемой драгоценными металлами. До XX века частные банки эмитировали собственные деньги. В 1913 году правительство США запретило частные деньги и стало единственным поставщиком американской валюты. Однако сама идея денег от этого не изменилась. Независимо от того, были деньги государственными или частными, ценность бумажной валюты была обусловлена тем, что за нее можно было получить определенное количество золота или серебра — в банке или у правительства. А затем произошло нечто странное. В 1971 году США навсегда отказались от золотого стандарта. С этого момента каждый бумажный доллар подлежит погашению за... ничто.

Взгляните на пачку ста долларовых купюр в своем бумажнике. Впрочем, подойдет и купюра в один доллар. Это просто бумага. Вы не можете съесть эти деньги, не можете их выпить или выкурить, и главное вы не можете отнести их госчиновникам и потребовать взамен что-нибудь нужное вам. Эти бумажки не имеют никакой внутренней стоимости. И то же самое можно сказать практически обо всех мировых валютах. Оставшись в одиночестве на необитаемом острове с сотней миллионов долларов, вы быстро погибнете. Однако если вас спасут и вы захватите эти деньги с собой, вам можно будет только позавидовать. В этом и заключается ценность современной валюты — в ее покупательной способности. Доллар имеет ценность, потому что люди, торгующие чем-то реальным — продуктами питания, книгами, услугами педикюра, — его охотно принимают. А еще эти люди берут доллары, потому что уверены в том, что другие люди, торгующие другими реальными вещами, тоже их охотно примут. Доллар — это клочок бумаги, ценность которого обусловлена исключительно нашей верой в то, что в будущем мы сможем использовать его для покупки чего-то необходимого.

Чтобы получить некоторое представление о том, что функция современных денег в полной мере зиждется именно на этой уверенности, рассмотрим одно весьма странное явление, наблюдаемое в современной Индии. Большинство индийцев, занятых коммерцией — владельцев магазинов, водителей такси и других, — никогда не возьмут у покупателя рваные, мятые или

грязные рупии. Они знают, что многие их соотечественники такие деньги не принимают, и сами отказываются брать такие купюры. Да и туристы, приехавшие в эту страну, очень быстро понимают: чтобы не уезжать с кучей рваных рупий, сдачу надо брать только целыми и чистыми купюрами. Все это совершенно иррационально, потому что Центральный банк Индии считает любую банкноту с серийным номером — рваную, грязную, мятую или поврежденную каким-либо другим образом — вполне законным платежным средством. Любой банк страны без проблем обменяет рваные рупии на новенькие хрустящие бумажки. И все же рациональные люди отказываются принимать законные платежные средства, потому что, как они считают, другие могут отказаться взять их у них. Это странное явление наглядно подтверждает, что наша вера в бумажные деньги обусловлена верой в то, что другие люди тоже в них верят.

Поскольку, как уже говорилось, бумажная валюта не имеет внутренней стоимости, ее ценность зависит от покупательной способности, а ведь этот фактор может меняться постепенно, а порой и ошеломляюще быстро. Летом 1997 года я провел несколько дней, колеся по Айове, — «щупал пульс американского фермера» для Economist. Где-то в пригороде Де-Мойна я разговаривал с фермером, выращивающим кукурузу и сою и разводящим крупный рогатый скот. Проводя для меня экскурсию по своему хозяйству, этот человек указал на припаркованный у амбара старый трактор. «Этот трактор в 1970 году обошелся мне в 7500 долларов, — сказал он. — А теперь смотрите сюда, — тут он сердито ткнул пальцем в сторону блестящего новенького трактора, стоявшего прямо рядом со старым, — за него я выложил 40 тысяч. Вы можете мне это объяснить?»*

Конечно, я мог это объяснить, но не стал признаваться в этом фермеру, который и без того относился ко мне с подозрением, потому что я был молод, приехал из города, носил галстук и сидел рулем Honda Civic. (В следующем году, когда меня попросили написать подобную статью о фермерах из Кентукки, выращивающих табак, мне хватило ума, отправляясь в поездку, взять в аренду пикап.) Фермеру из Айовы я сказал бы одно-единственное слово — инфляция. В реальном выражении новый трактор, скорее всего, стоил не дороже старого. Иными словами, для его покупки фермер выполнил такой же, если не меньший, объем работы. Продажная цена

* Я не помню точных цен, но они были примерно в этом диапазоне.

на тракторы выросла, но выросли и цены, по которым фермер мог продать свой урожай и скот.

Проще говоря, инфляция означает рост средних цен. Темпы инфляции, или изменение индекса потребительских цен, — это попытка правительства выразить изменение цен одной цифрой, скажем 4,2 процента. Надо сказать, метод определения этого показателя на удивление примитивен: время от времени государственные чиновники проверяют цены на тысячи и тысячи товаров — одежду, продукты питания, топливо, развлечения, жилье — и на основании результатов этих замеров компилируют некую величину, которая отражает, как изменились цены на корзину продуктов, приобретаемых среднестатистическим потребителем.

Правильнее всего рассматривать инфляцию не с точки зрения роста цен, а с точки зрения снижения покупательной способности доллара. Сегодня на один доллар можно купить меньше, чем раньше. В этом и заключается связь между Федеральной резервной системой или любым центральным банком и экономическим разорением. Бумажные деньги имеют ценность только потому, что они дефицитны, и контролирует этот дефицит центральный банк страны. Следовательно, коррумпированный или некомпетентный центральный банк может ослабить и даже полностью уничтожить внутреннюю стоимость национальной валюты.

В 1921 году немецкая газета стоила примерно треть немецкой марки, а спустя два года ее стоимость достигла 70 миллионов марок. За это время изменилась не газета — изменилась немецкая марка, которая по мере того, как правительство Германии безрассудно печатало все новые и новые банкноты, обесценивалась все больше. В итоге марка обесценилась настолько, что немецким домохозяйкам было дешевле топить печки деньгами, чем покупать дрова. В 1980-х годах инфляция в Латинской Америке достигла таких масштабов, что у некоторых стран этого региона самой крупной статьёй импорта стал ввоз банкнот [3]. А в конце 1990-х белорусский рубль начали называть «зайчиком», причем не только из-за того, что на купюре был изображен заяц, но и из-за потрясающей способности этой банкноты к размножению. В августе 1998 года белорусская валюта за одну неделю потеряла 10 процентов своей покупательной способности.

Масштабная инфляция чрезвычайно вредна для любой экономики. Работники спешат потратить наличные, прежде чем те полностью обесценятся.

Возникает культура, в которой люди стараются потратить заработанное в обед, потому что к ужину цены уже вырастут. Взять кредит под фиксированный процент становится невозможно: в условиях, когда риск обесценивания самих денег очень велик, ни одно финансовое учреждение не согласится принимать фиксированную сумму денег в качестве погашения кредита и процентов по нему. Подумайте вот о чем: любой житель Германии, взявший в 1921 году кредит под залог недвижимости с фиксированным процентом, в 1923 году мог полностью погасить свою задолженность, потратив на это меньше марок, чем на покупку одной газеты. Даже сегодня в большинстве латиноамериканских стран из-за страха перед возможностью необузданной инфляции невозможно получить заем под залог недвижимости с фиксированным процентом на тридцать лет.

США никогда не страдали от гиперинфляции. У нас случались приступы умеренной инфляции; при этом расходы становились меньше, но все равно оставались значительными. На самом базовом уровне инфляция ведет к недостоверным или просто неточным сравнениям. Журналисты редко проводят различие между реальными и номинальными показателями, хотя это, безусловно, следовало бы делать. Предположим, кто-то из них пишет, что доходы американцев в прошлом году выросли на 5 процентов. По сути, это бессмысленное заявление, поскольку нам не известны темпы инфляции. А вот если мы знаем, что цены при этом выросли на 7 процентов, значит, дела в экономике страны не слишком хороши. Возможно, в ведомостях на выдачу зарплаты американским работникам и значатся более внушительные суммы, однако на эти деньги можно купить на 2 процента меньше товаров, чем в прошлом году. А самый большой очковтиратель в данном плане — это Голливуд, год за годом гордо провозглашающий всему миру, что тот или иной посредственный фильм побил новый рекорд кассовых сборов. Сравнение валовых кассовых сборов в 2002 году со сборами в 1970-м или 1950 году — занятие совершенно бессмысленное, если только в этих величинах не учтена инфляция. Билет на премьеру «Унесенных ветром» стоил 19 центов; билет на ерунду вроде «Где моя тачка, чувак?» обойдется сегодня в 10 долларов.

Даже умеренная инфляция «сожрет» наше богатство, если мы не будем должным образом управлять своими активами. Любое богатство в виде наличных денег со временем теряет свою стоимость. Даже сберегательные счета и депозитные сертификаты, которые считаются надежными инвестициями, поскольку основная сумма депозита страхуется, подвержены риску (хоть

и менее явному) того, что начисляемые по ним низкие проценты не смогут угнаться за инфляцией. Увы, неискушенные инвесторы всеми силами избегают «рискованного» фондового рынка, а их деньги все равно удирают от них, только через заднюю дверь. Особенно губительна инфляция для пенсионеров и других людей, живущих на фиксированный доход. Если он не индексируется на инфляцию, то его покупательная способность постепенно снижается. Ежемесячного чека, обеспечивавшего вполне комфортную жизнь в 1985 году, в 2010-м не хватило бы даже на покупку товаров первой необходимости.

Кроме того, инфляция произвольно перераспределяет богатство. Предположим, я взял у вас 1000 долларов и пообещал вернуть деньги с процентами в размере 100 долларов в следующем году. Такой договор представляется справедливым для обеих сторон. А теперь предположим, что из-за вопиющей безответственности Центрального банка инфляция достигла 100 процентов в год. 1100 долларов, которые я выплачу вам в будущем году, будут стоить гораздо меньше, чем мы оба ожидали; покупательная способность этой суммы сократится ровно наполовину. В реальном выражении я займу у вас 1100 долларов, а верну всего 550. Неожиданные «приступы» инфляции хороши для должников и плохи для кредиторов (к этому весьма важному моменту мы еще вернемся).

Отмечу, что разницу между реальными и номинальными процентными ставками необходимо понимать. Номинальная ставка используется для расчета суммы, которую вы должны выплатить; это число вы видите на витрине банка или на первой странице кредитного документа. Ставку Wells Fargo в размере 2,3 процента по краткосрочному вкладу считайте номинальной. Этот показатель отличается от реальной процентной ставки, рассчитываемой с учетом инфляции и, соответственно, отображающей истинную стоимость «аренды» капитала. А реальная процентная ставка — это номинальная ставка с вычетом темпов инфляции. Предположим, например, что вы берете кредит в банке сроком на один год с номинальной ставкой, равной 5 процентам, и что инфляция тоже составляет 5 процентов годовых. В этом случае ваша реальная процентная ставка равна нулю. Вы возвращаете на 5 процентов больше, чем брали, но стоимость этих денег за год снижается на 5 процентов, так что возвращаемая вами сумма имеет точно такую же покупательную способность, как и та, которую вы занимали. Таким образом, истинная стоимость использования вами заимствованного капитала на протяжении года равняется нулю.

Инфляция еще и искажает суть налогообложения. Возьмем налог на прирост капитала. Предположим, вы купили акцию и через год продали ее, получив при этом 10 процентов прибыли. При условии что инфляция в этом году выросла на те же 10 процентов, вы фактически ничего на этом не заработали. Ваша прибыль полностью обнулилась, поскольку каждый доллар, вложенный вами в свой портфель ценных бумаг, потерял 10 процентов покупательной способности — их забрал дядя Сэм. А вам теперь еще и придется заплатить налог на 10-процентный прирост капитала. Согласитесь, платить налоги не слишком приятно, даже когда получаешь прибыль. А вот платить их, не имея прибыли, по-настоящему ужасно.

После всего сказанного отмечу, что умеренная инфляция — не важно, постоянная она или растет предсказуемыми темпами, — оказывала бы на экономическую ситуацию совсем незначительный эффект. Представим для наглядности, что, как нам известно, отныне и навеки инфляция будет расти на 10 процентов в год — не больше, не меньше. Ну, тут все просто. На любом сберегательном счете начислялся бы какой-нибудь реальный процент плюс 10 процентов для компенсации инфляционного эффекта. Наша прибыль росла бы на 10 процентов в год (плюс, будем надеяться, некая дополнительная сумма в виде бонусов). По условиям всех кредитных договоров с заемщика взимался бы определенный реальный процент за использование заемного капитала, да еще 10 процентов в год с учетом того, что занимаемые доллары несколько отличаются от тех, которые он будет возвращать в будущем в счет погашения долга. Все государственные пособия тоже индексировались бы на неизменную величину инфляции, как и налоги.

На самом деле инфляция непостоянна и непредсказуема. И эта аура неопределенности — одна из самых коварных издержек, неразрывно связанных с этим явлением. Людям и компаниям, принимающим экономические решения, приходится гадать, каковы будут цены в будущем. Когда рабочие-автомобилестроители и компания Ford ведут переговоры о заключении нового трудового соглашения на четыре года, обе стороны вынуждены делать прикидки на будущую инфляцию. При темпах инфляции 1 процент в год соглашение, предусматривающее ежегодное повышение заработной платы на 4 процента, будет чрезвычайно щедрым со стороны работодателя, но если ее темпы взлетят до 10 процентов, сделка станет крайне невыгодной для рабочих. Кредиторам приходится производить приблизительно такие же расчеты. Кредитование на 30 лет с фиксированным процентом в инфляционной

среде чревато огромным риском, и кредиторы, имея все основания опасаться серьезной инфляции в будущем, стараются подстраховаться. Чем сильнее их страх перед инфляцией, тем надежнее страховка. Тем не менее если центральный банк убедительно демонстрирует серьезность своих намерений в деле предотвращения высокой инфляции, страховка может быть и поменьше. Одним из самых существенных преимуществ стабильно низкой инфляции в 1990-х годах было то, что кредиторы стали меньше опасаться будущей инфляции и в результате проценты по долгосрочным кредитам резко снизились. Все это сделало более доступными недвижимость и другие крупные покупки. Роберт Барро, экономист из Гарварда, в течение нескольких десятилетий изучал экономический рост почти в сотне стран, и он подтверждает, что высокие темпы инфляции практически всегда сопровождаются замедлением темпов роста реального ВВП.

С учетом вышесказанного представляется вполне очевидным, что правительствам и центральным банкам следовало бы считать задачу борьбы с инфляцией приоритетной. В этом случае, даже если бы они совершали непреднамеренные ошибки, пытаясь заставить экономику своих стран развиваться на «предельных скоростях», мы ожидали бы только небольших всплесков инфляции, а не продолжительных периодов роста цен и уж тем более не гиперинфляции. В действительности же мы, к сожалению, наблюдаем нечто совершенно иное. Правительства как богатых, так и бедных стран разгоняют экономическое развитие не просто до скорости, превышающей предельную, а до такой, на какой из двигателя начинает валить дым, а скрежещущие колеса грозят отвалиться в любую минуту. Почему? Потому что нагнетанием инфляции продажные, недалёковидные или просто впавшие в отчаяние правительства стремятся выиграть время. В главе 2 мы обсудили мощь стимулов, а теперь давайте проверим, сможете ли вы сложить такой пазл: во-первых, у государства часто бывают большие долги, а у проблемных правительств и того чаще, к тому же и больше; во-вторых, инфляция выгодна заемщикам, потому что она постепенно размывает стоимость денег, которые им придется отдавать в будущем; в-третьих, темпы инфляции контролируются правительствами. Сложив все условия вместе, получаем не слишком радужную общую картину: правительства могут уменьшить свои долги, потянув за пусковой тросик инфляции.

Разумеется, от этого пострадают многие. Те, кто одалживал деньги правительству, получают их обратно по номинальной стоимости, которая стала

существенно ниже. Держатели денежных средств наказаны просто потому, что теперь на их деньги можно купить гораздо меньше. Но самое потрясающее, что страдают даже будущие граждане стран, потому что их правительствам становится все труднее занимать очередные средства под разумные проценты, а порой они совсем не могут этого сделать — хотя, надо признать, банкиры демонстрируют необъяснимую склонность раз за разом совершать одни и те же ошибки.

Кроме того, государство может извлекать краткосрочную выгоду из явления, которое экономисты называют инфляционным налогом. Предположим, вы руководите правительством, которое не способно взимать налоги обычными способами, скажем, потому, что в стране отсутствует необходимая инфраструктура, либо потому, что граждане не могут или не хотят платить больше. При этом у вас есть бюджетники, возможно, даже большая армия, и всем им надо платить. У этой проблемы есть очень простое решение. Купите пива, закажите пиццу — или какое там у вас национальное блюдо — и отправляйтесь запустать печатный станок на национальном монетном дворе. Как только на новеньких песо (рублях, долларах и так далее) высохнет краска, выдайте их на зарплаты государственным служащим и военным. *Увы, при таком сценарии вы облагаете новым налогом весь народ своей страны — косвенно.* Нет, вы не вытащили деньги из их кошельков, вы сделали это, обесценив деньги, которые по-прежнему остались у них. Континентальный конгресс делал это в годы войны США за независимость, федералы и конфедераты — во времена Гражданской войны в США; правительство Германии — в период между двумя мировыми войнами; а в некоторых странах, например в Зимбабве, правительство поступает так и сегодня.

Любопытно, что для того, чтобы разыграть карту инфляции, правительству вовсе не нужно находиться на грани катастрофы. Даже в современных Штатах умные политики нередко используют умеренную инфляцию с выгодой для себя. Безответственная денежно-кредитная политика, напоминающая безумную вечеринку, отличается тем, что какое-то время при ней даже бывает весело и приятно. В краткосрочной перспективе легкие деньги позволяют всем гражданам страны почувствовать себя богаче. Когда толпы потребителей бегут в автосалоны Chrysler в Де-Мойне, дилеру начинает казаться, что он большой дока по части продажи автомобилей. Или он решает, что новые модели Chrysler привлекательнее, чем у Ford или Toyota. В любом случае дилер повышает на свой товар цену, получает больший доход

и убеждает себя в том, что жизнь удалась. Лишь со временем до его сознания доходит, что приблизительно то же самое испытывает большинство других компаний. И поскольку они тоже повысили свои цены, увеличившиеся доходы дилера съедает инфляция.

К тому времени политики, скорее всего, уже получили то, что хотели: они добились своего переизбрания на следующий срок. Центральный банк, недостаточно изолированный от политической жизни, может организовать накануне выборов разудалую вечеринку. Все будут танцевать на столах, но к тому моменту, когда избирателей начнет мучить инфляционное похмелье, выборы уже закончатся. Как показывает история макроэкономики, в 1972 году такую услугу оказал Ричарду Никсону председатель ФРС Артур Бернс; а семья Буш и сегодня держит зло на Алана Гринспена за то, что тот не плеснул чуть больше алкоголя в пунш перед выборами 1992 года, когда Джордж Буш лишился президентского кресла из-за незначительного спада в экономике страны.

Чтобы органы кредитно-денежного регулирования подходили к своему делу ответственно, они должны быть независимыми от политики. Опыт показывает, что страны с независимыми центральными банками — те, в чью работу, как правило, не вмешиваются политики, — в долгосрочном периоде имеют более низкие средние показатели инфляции. Следует отметить, что Федеральную резервную систему США относят к числу относительно независимых. Члены совета управляющих ФРС назначаются президентом на четырнадцатилетний срок. Процедура не предполагает для них пожизненного пребывания на посту, как, скажем, для судей Верховного суда США, но существенно снижает вероятность того, что каждый новый президент укомплектует Совет управляющих своими ставленниками. Тот факт, что на самый важный экономический пост в демократическом правительстве людей назначают, а не избирают, весьма примечателен и нередко критикуется. Но мы сами выбрали такую систему и сами приняли демократическое решение о создании относительно недемократического института. Эффективность центрального банка в огромной степени зависит от его независимости и доверия к нему — именно потому его репутация становится чем-то вроде самосбывающегося пророчества. Если компании полагают, что центральный банк не допустит серьезной инфляции, они не считают необходимым повышать цены на свои продукты. А при отсутствии повышения не возникает и проблем с инфляцией.

Чиновники ФРС реагируют на вмешательство политики в экономику очень остро. Помнится, весной 1993 года я обедал с Полом Волкером, бывшим председателем Федеральной резервной системы. В то время он преподавал в Принстонском университете и был достаточно любезен, чтобы пообедать со своими студентами (коим я тогда и был). Президент Клинтон только что выступил с обращением на объединенном заседании обеих палат Конгресса, и во время этой церемонии Алан Гринспен сидел рядом с Хиллари Клинтон. Лучшее из того обеда с Полом Волкером мне запомнилось ворчание по поводу того, что Гринспену не следовало садиться рядом с супругой президента. По его мнению, это посылало народу ненужный мессидж о недостаточной независимости ФРС от исполнительной власти. Вот как серьезно высшие чины от экономики относятся к своей независимости от политиков.

Инфляция, безусловно, негативное явление, но дефляция, или устойчивое падение цен, намного хуже. Даже умеренная дефляция может разорить экономику страны, о чем свидетельствует печальный опыт Японии в последние двадцать лет. Мысль о том, что снижение цен может ухудшить положение потребителей, на первый взгляд противоречит здравому смыслу (особенно учитывая, что рост цен им тоже явно невыгоден), однако дефляция запускает чрезвычайно опасный экономический цикл. Прежде всего снижение цен заставляет людей откладывать покупки. В самом деле, зачем покупать холодильник сегодня, если на следующей неделе он будет стоить дешевле? При этом цены активов тоже снижаются, потребители чувствуют, что беднеют, и становятся все менее склонны к расходам. Вот почему «пузырь» на рынке недвижимости привел к столь существенному экономическому ущербу. Потребители видят, что стоимость их домов стремительно снижается, тогда как ипотечные платежи остаются прежними. Они чувствуют себя беднее — ибо так оно и есть. А, как мы узнали из предыдущей главы, если потребители тратят меньше, экономика растет медленнее. Компании реагируют на это замедление темпов роста экономики еще большим снижением цен на выпускаемые ими продукты. В итоге возникает губительная экономическая спираль. Пол Кругман по этому поводу пишет:

Цены падают, потому что экономика переживает глубокий кризис; теперь мы знаем (только что узнали), что ее кризис обусловлен снижением цен. Это создает почву для возвращения другого монстра, которого

мы не видели с 1930-х годов, — «дефляционной спирали», в которой падение цен и резкое ослабление экономики подпитывают друг друга, погружая экономику страны в полный хаос [4].

Более того, эта спираль способна отравить всю финансовую систему страны, даже если банкиры не делают ничего особенно безответственного. Банки и другие финансовые институты чахнут и слабеют по мере того, как все больше кредитов переходят в разряд «плохих», а стоимость недвижимости и других активов, используемых в качестве обеспечения, неуклонно снижается. У одних банков начинаются проблемы с платежеспособностью; у других просто становится меньше капитала для новых займов. В результате вполне благонадежным в иной ситуации компаниям отказывают в кредитах, что только усугубляет экономические трудности. Цель программы выкупа проблемных активов (TARP — Troubled Asset Relief Program), реализованной в самом конце президентства Джорджа Буша — так называемое спасение Уолл-стрит, — состояла в «рекапитализации» американских банков и возвращении им способности обеспечивать экономику страны капиталами. В структуре самой программы имелись изъяны, а информационная поддержка действий администрации президента и их причин была организована ужасно. Однако основополагающая концепция в условиях финансового кризиса была весьма целесообразной.

С помощью одной только денежно-кредитной политики не всегда можно остановить спираль дефляции. В Японии центральный банк уже давно снизил процентные ставки практически до нуля, дальше снижать некуда. (Номинальные процентные ставки не могут быть отрицательными. Любому банку, который выдал кредит в 100 долларов и требует вернуть 98 долларов, будет выгоднее просто оставить эту сотню у себя*.) Тем не менее даже при номинальных ставках, близких к нулю, ставка арендной платы на капитал,

* Отлично, но это не совсем так. В самый разгар финансового кризиса, практически в то самое время, когда Lehman Brothers объявил о своем банкротстве, доходность трехмесячных казначейских билетов США упала ниже нуля, значит, номинальная процентная ставка стала отрицательной. Примечательно, что инвесторы все равно платили больше за то, что обещало им принести через три месяца. Для политиков это послужило сигналом к панике. Кит Хеннесси, директор Национального экономического совета при Белом доме, сказал Джеймсу Стюарту из New Yorker: «Ставки по казначейским билетам стали отрицательными! Люди фиксировались на потере, лишь бы как-то защитить свои деньги».

реальная процентная ставка, фактически может быть довольно высокой. Объясню, почему. Если цены падают, то заимствование 100 долларов сегодня с обязательством вернуть те же 100 долларов в следующем году не будет бесплатным. Сотня, которую вы отдадите через год, имеет *большую* покупательную способность, чем 100 долларов, взятые в долг сегодня, — возможно, даже гораздо большую. Чем быстрее падают цены, тем выше реальная стоимость заемных средств. Если номинальная процентная ставка равна нулю, но цены снижаются на 5 процентов в год, то реальная процентная ставка составляет 5 процентов, а это слишком высокая стоимость займа в условиях стагнации. Экономисты уже давно утверждают, что для выхода из этой ситуации Япония нуждается в изрядной дозе инфляции. Один очень известный экономист даже призвал Bank of Japan делать для этого все что угодно, «разве что не разбрасывать банкноты с вертолетов» [5]. Если вспомнить о макроэкономической политике, о которой рассказывалось в главе 8, то одна теория объясняет, почему японские чиновники не сделали больше для прекращения падения цен, так: стареющее население Японии, значительная часть которого живет на фиксированную пенсию или сбережения, считают дефляцию позитивным явлением, несмотря на ее поистине катастрофические последствия для экономики в целом.

США тоже не избежали встречи с дефляцией. Экономисты давно пришли к согласию в том, что главной причиной Великой депрессии стала не слишком продуманная денежно-кредитная политика. В период с 1929 по 1933 год предложение денег в США снизилось на 28 процентов [6]. ФРС намерено не шла на открытие кредитного крана, безучастно наблюдая за тем, как денежная масса сокращалась по своему хотению. Процесс обращения денег в экономике стал практически бесконтрольным. Из-за массового банкротства банков в 1930 году и банковские учреждения, и люди придерживали наличность. Деньги, лежащие под матрасами или запертые в банковском хранилище, не могли попасть в экономику в виде кредитов. Федеральная резервная система ничего не предпринимала, а кредитные источники в США иссякали. А между тем ФРС следовало делать прямо противоположное — начать закачивать деньги в экономическую систему.

В сентябре 2009 года, ровно через год после краха Lehman Brothers, председатель Совета экономических консультантов Кристина Ромер выступила с докладом под довольно зловещим названием «Мы были на грани». В нем признавались огромные заслуги Федеральной резервной системы в том, что

США удалось избежать экономической катастрофы, на пороге которой страна стояла. По словам Ромер, «политическая реакция в данном случае, в отличие от [1930-х годов], была быстрой и смелой. Творческие и агрессивные действия ФРС осенью прошлого года, нацеленные на поддержку кредитования, войдут в историю банковской системы как образец для подражания. По мере того как кредитные рынки один за другим замирали или замедляли темпы роста, Федеральная резервная система создавала множество новых программ, чтобы заполнить зияющий разрыв и поддержать поток кредитов».

Сбрасывали ли мы деньги с вертолетов? Можно сказать, почти так. Как оказалось, тем профессором Принстонского университета, который десять лет назад настойчиво предлагал эту стратегию (не в буквальном смысле) Японии, был не кто иной, как Бен Бернанке, отчего он и получил в определенных кругах прозвище Бен Вертолет.

После появления первых признаков проблем в экономике в 2007 году Федеральная резервная система активно использовала все свои традиционные инструменты, сократив в период с сентября 2007 года по апрель 2008 года целевые ставки по централизованным кредитным средствам в семь раз. А когда эти меры начали напоминать проталкивание в дыру мокрой лапши, ФРС стала делать то, что в одном недавнем экономическом документе описывается как «нечто не отвечающее ни одному хрестоматийному описанию денежно-кредитной политики». ФРС — «последняя надежда американского кредитора», который возлагает на этот институт ответственность за бесперебойное функционирование финансовой системы, особенно когда этой системе угрожает перекрытие доступа к кредитам и ликвидности. В этом качестве Федеральная резервная система наделена поистине потрясающими полномочиями. В Статье 13(3) закона «О Федеральной резервной системе» ей предоставляется право выдавать кредиты «любому физическому лицу, партнерству или корпорации при условии, что заемщик не может получить кредит в банковском учреждении». Иными словами, Бен Бернанке может напечатать 500 долларов и выдать их в кредит вашей бабушке на ремонт крыши, после того как ей откажут в местном банке, если Бернанке решит, что это принесет хоть небольшую пользу остальным гражданам страны.

Образно говоря, Бернанке и его команда содрали с денежно-кредитной политики скотч. ФРС потребовала от коммерческих банков заимствовать средства непосредственно у нее через дисконтное окно; обеспечила их возможностью делать эти займы анонимно (что не посылает рынку сигналов

слабости) и предложила кредиты на более долгий срок. Помимо этого, ФРС впервые за свою историю напрямую кредитовала инвестиционный банк (Bear Stearns); а когда у банка возникли проблемы с платежеспособностью, выдала JPMorgan Chase кредит в размере 30 миллиардов долларов на выкуп Bear Stearns, что позволило спасти рынок от хаоса, который, впрочем, накрыл его позже, после банкротства Lehman. А в случаях, когда финансовые институты уже имели доступ к капиталам ФРС, правила по обеспечению займов были изменены таким образом, чтобы заемщики могли закладывать неликвидные активы как ипотечные ценные бумаги. Иными словами, ваша бабушка, обратившись с просьбой дать ей в кредит 500 долларов, могла предложить в качестве залоговой вещи со своего чердака, даже если не было очевидно, кто в случае необходимости пожелает их купить и по какой цене. В итоге бабушка получает средства на ремонт крыши, в чем, собственно, и заключалась цель всей этой схемы [7].

Денежно-кредитная политика — дело непростое. При умелом применении она способствует экономическому росту и защищает экономику от потрясений, которые могли бы посеять в ней хаос. При использовании неправильных мер и подходов она может причинить всем огромную боль и страдания. Можно ли сказать, что упомянутые выше нетрадиционные действия Федеральной резервной системы в последнее время лишь закладывают фундамент для очередных проблем? Вполне возможно. Но еще более вероятно — по крайней мере, на это указывают все имеющиеся у нас на данный момент доказательства, — что ФРС удалось предотвратить более серьезный кризис и тем самым избавить от страданий многих людей. В 2010 году президент Барак Обама назначил председателя Федеральной резервной системы Бена Бернанке на второй четырехлетний срок полномочий, начинающийся в 2010 году. На посвященной этому событию церемонии президент сказал: «Я уверен, что, будучи экспертом в вопросах причин Великой депрессии, Бен и не предполагал, что станет частью команды, которая предотвратит еще одну депрессию. Но благодаря своему образованию, темпераменту, смелости и креативности он помог нам сделать это» [8]. Президент чрезвычайно высоко оценил заслуги Бернанке, и в настоящий момент такая оценка представляется в целом точной.