

ДЖЕЙМС РИКАРДС

# СМЕРТЬ ДЕНЕГ

КРАХ ДОЛЛАРА  
И АГОНИЯ МИРОВОЙ  
ФИНАНСОВОЙ  
СИСТЕМЫ



## Annotation

Эта книга – не набившие оскомину заклинания кремлевских горе-экономистов, вот уже 20 лет предсказывающих скорую «смерть доллара». Здесь нет ни политиканства, ни пропаганды, ни дешевого популизма – лишь реальная экономика и трезвый расчет, основанный на «теории сложности», которую применяют для прогнозирования землетрясений и социальных катаклизмов. Это – финансовое расследование одного из ведущих американских аналитиков, который просчитывает не просто агонию американской валюты, но крах всей денежной системы Запада. Живя в эпоху финансового господства США и всевластия доллара, мы забыли, что треть века назад Уолл-стрит уже балансировал на грани – инфляция в Штатах зашкаливала за 13 %, золото стремительно дорожало, но тогда американской экономике повезло: ее спас развал СССР. Однако теперь отложенный кризис вернулся с новой силой, а у Запада больше не осталось ни запаса прочности, ни резервов, ни преимуществ. Как скоро доллар рухнет под тяжестью неподъемных долгов и политических авантур Вашингтона? Почему этот крах «представляется все более неизбежным», а рынки скатываются в «финансовую войну»? Зачем американская ФРС «стимулирует катастрофу»? И кто станет могильщиком доллара?

---

- [Джеймс Рикардс](#)
  - 
  - 
  - [Предисловие](#)
    - 
    - [Финансовая война](#)
    - [Инфляция](#)
    - [Дефляция](#)
    - [Крах рынка](#)
    - [Подсчет опасностей](#)
  - [Часть 1. Деньги и геополитика](#)
    - 
    - [Глава 1. Пророчество](#)
      - [Торговля как на ладони](#)
      - [Террористическая торговля](#)
      - [Проект «Предсказание»](#)

- [MARKINT](#)
- [Глава 2. Лик бога войны](#)
  - [Война будущего](#)
  - [Сценарий враждебного хеджевого фонда](#)
  - [Мир в финансовой войне](#)
  - [Кибер-финансовая связь](#)
- [Часть 2. Деньги и рынки](#)
  - 
  - [Глава 3. Гибель рынков](#)
    - 
    - [Эффект богатства](#)
    - [Пузыри активов](#)
    - [Колебания почвы](#)
    - [Затуманенный хрустальный шар](#)
    - [Асимметричный рынок](#)
  - [Глава 4. Новые финансовые милитаристы Китая](#)
    - [Бремя истории](#)
    - [Ловушка инвестирования](#)
    - [Теневое финансирование](#)
    - [Осень финансовых милитаристов](#)
  - [Глава 5. Новый германский рейх](#)
    - [Первый рейх](#)
    - [Новая Европа](#)
    - [От Бреттон-Вудса до Пекина](#)
    - [Берлинский консенсус](#)
    - [Евроскептики](#)
    - [Будущее евро](#)
  - [Глава 6. БЭЛЛ, БРИКС и другие](#)
    - [Наднациональное](#)
    - [БЭЛЛ](#)
    - [БРИКС](#)
    - [Шанхайская организация сотрудничества](#)
    - [Персидский залив](#)
    - [Островные близнецы](#)
- [Часть 3. Деньги и благосостояние](#)
  - 
  - [Глава 7. Долг, дефицит и доллар](#)
    - [«ФРС и значение денег» \(The Fed and the Meaning of Money\)](#)

- [Долг, дефицит и устойчивость](#)
  - [Дебаты о долге](#)
  - [Устойчивый долг](#)
  - [Политика ФРС и денежный договор](#)
- [Глава 8. Всемирный центробанк](#)
  - [Единый мир](#)
  - [Актуализируя Кейнса](#)
  - [Единый банк](#)
  - [Единая валюта](#)
- [Глава 9. Золото возрожденное](#)
  - [Факты о золоте, мифы о золоте](#)
  - [Драка за золото](#)
  - [Золото возрожденное](#)
  - [Новый золотой стандарт](#)
- [Глава 10. Перепутье](#)
  - [Парадокс инфляции и дефляции](#)
  - [Счет за обучение](#)
  - [Парадокс инфляции](#)
  - [Доверие](#)
  - [Несостоятельность воображения](#)
- [Глава 11. Водоворот](#)
  - [Снежинка и лавина](#)
  - [Риск, неопределенность и критичность](#)
  - [Игры с золотом](#)
  - [Китай выбирает золото](#)
- [Заключение](#)
  - 
  - [Три пути](#)
  - [Семь признаков](#)
  - [Пять инвестиций](#)
  - [Послесловие](#)
- [Литература](#)
- [notes](#)
  - [1](#)
  - [2](#)
  - [3](#)
  - [4](#)
  - [5](#)
  - [6](#)

- [7](#)
- [8](#)
- [9](#)
- [10](#)
- [11](#)
- [12](#)
- [13](#)
- [14](#)
- [15](#)
- [16](#)
- [17](#)
- [18](#)
- [19](#)
- [20](#)
- [21](#)
- [22](#)
- [23](#)
- [24](#)
- [25](#)
- [26](#)
- [27](#)
- [28](#)
- [29](#)
- [30](#)
- [31](#)
- [32](#)
- [33](#)
- [34](#)
- [35](#)
- [36](#)
- [37](#)
- [38](#)
- [39](#)
- [40](#)
- [41](#)
- [42](#)
- [43](#)
- [44](#)
- [45](#)

- [46](#)
- [47](#)
- [48](#)
- [49](#)
- [50](#)
- [51](#)
- [52](#)
- [53](#)
- [54](#)
- [55](#)
- [56](#)
- [57](#)
- [58](#)
- [59](#)
- [60](#)
- [61](#)
- [62](#)
- [63](#)
- [64](#)
- [65](#)
- [66](#)
- [67](#)
- [68](#)
- [69](#)
- [70](#)
- [71](#)
- [72](#)
- [73](#)
- [74](#)
- [75](#)
- [76](#)
- [77](#)
- [78](#)
- [79](#)
- [80](#)
- [81](#)
- [82](#)
- [83](#)
- [84](#)

- [85](#)
- [86](#)
- [87](#)
- [88](#)
- [89](#)
- [90](#)
- [91](#)
- [92](#)
- [93](#)
- [94](#)
- [95](#)
- [96](#)
- [97](#)
- [98](#)
- [99](#)
- [100](#)
- [101](#)
- [102](#)
- [103](#)
- [104](#)
- [105](#)
- [106](#)
- [107](#)
- [108](#)
- [109](#)
- [110](#)
- [111](#)
- [112](#)
- [113](#)
- [114](#)
- [115](#)
- [116](#)
- [117](#)
- [118](#)
- [119](#)
- [120](#)
- [121](#)
- [122](#)
- [123](#)

- [124](#)
- [125](#)
- [126](#)
- [127](#)
- [128](#)
- [129](#)
- [130](#)
- [131](#)
- [132](#)
- [133](#)
- [134](#)
- [135](#)
- [136](#)
- [137](#)
- [138](#)
- [139](#)
- [140](#)
- [141](#)
- [142](#)
- [143](#)
- [144](#)
- [145](#)
- [146](#)
- [147](#)
- [148](#)
- [149](#)
- [150](#)
- [151](#)
- [152](#)
- [153](#)
- [154](#)
- [155](#)
- [156](#)
- [157](#)
- [158](#)
- [159](#)
- [160](#)
- [161](#)
- [162](#)

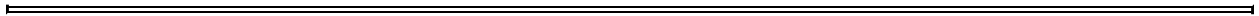


- [163](#)
- [164](#)
- [165](#)
- [166](#)
- [167](#)
- [168](#)
- [169](#)
- [170](#)
- [171](#)
- [172](#)
- [173](#)
- [174](#)
- [175](#)
- [176](#)
- [177](#)
- [178](#)
- [179](#)
- [180](#)
- [181](#)
- [182](#)
- [183](#)
- [184](#)
- [185](#)
- [186](#)
- [187](#)
- [188](#)
- [189](#)
- [190](#)
- [191](#)
- [192](#)
- [193](#)
- [194](#)
- [195](#)
- [196](#)
- [197](#)
- [198](#)
- [199](#)
- [200](#)
- [201](#)

- [202](#)
- [203](#)
- [204](#)
- [205](#)
- [206](#)
- [207](#)
- [208](#)
- [209](#)
- [210](#)
- [211](#)
- [212](#)
- [213](#)
- [214](#)
- [215](#)
- [216](#)
- [217](#)
- [218](#)
- [219](#)
- [220](#)
- [221](#)
- [222](#)
- [223](#)
- [224](#)
- [225](#)
- [226](#)
- [227](#)
- [228](#)
- [229](#)
- [230](#)
- [231](#)
- [232](#)
- [233](#)
- [234](#)
- [235](#)
- [236](#)
- [237](#)
- [238](#)
- [239](#)
- [240](#)

- [241](#)
- [242](#)
- [243](#)
- [244](#)
- [245](#)
- [246](#)
- [247](#)
- [248](#)
- [249](#)
- [250](#)
- [251](#)
- [252](#)
- [253](#)
- [254](#)
- [255](#)
- [256](#)
- [257](#)
- [258](#)
- [259](#)
- [260](#)
- [261](#)
- [262](#)
- [263](#)
- [264](#)
- [265](#)
- [266](#)
- [267](#)
- [268](#)
- [269](#)
- [270](#)
- [271](#)
- [272](#)
- [273](#)
- [274](#)
- [275](#)
- [276](#)
- [277](#)
- [278](#)
- [279](#)

- [280](#)
- [281](#)
- [282](#)
- [283](#)
- [284](#)
- [285](#)
- [286](#)
- [287](#)
- [288](#)
- [289](#)
- [290](#)
- [291](#)
- [292](#)
- [293](#)
- [294](#)
- [295](#)
- [296](#)
- [297](#)
- [298](#)
- [299](#)



# **Джеймс Рикардс**

## **Смерть денег. Крах доллара и агония мировой финансовой системы**

Оригинальное название: The Death of Money. James Rickards

© James Rickards, 2014, 2015

© Перевод с англ. О. Улантимова, 2015

© ООО «Издательство «Яуза», 2015

© ООО «Издательство «Эксмо», 2015

\* \* \*

*Итак, напиши, что ты видел, и что есть, и что  
будет после сего.*

*Откровение Иоанна Богослова 1:19*

## Предисловие

*Книга «Смерть денег» – это история о гибели доллара. В более широком смысле эта книга также посвящена потенциальному краху международной денежной системы, ведь если доверие к доллару упадет, никакая другая валюта не сможет занять его место мировой ключевой валюты. Доллар – это краеугольный камень. Если он упадет, вместе с ним рухнет целая система, поскольку доллар и система – это одно и то же. Как бы ни ужасала перспектива этого двойного краха, он представляется все более неизбежным по причинам, которые изложены на страницах этой книги.*

Начнем с экскурса в прошлое.

Немного современных американцев могут вспомнить, что в 1978 г. доллар практически утратил функцию мировой ключевой валюты. В этом году индекс доллара Федеральной резервной системы снизился до прискорбно низкого уровня, и казначейство США было вынуждено выпустить правительственные облигации в швейцарских франках. Иностранные кредиторы больше не доверяли американскому доллару как средству сохранения капитала. Доллар потерял покупательную способность, его стоимость с 1977-го по 1981 г. упала наполовину, за эти пять лет уровень инфляции в США достиг 50 %. Начиная с 1979 г. Международный валютный фонд был вынужден мобилизовать свои ресурсы по выпуску всемирных денег (специальных прав заимствования, или СПЗ) и наводнил рынок 12,1 млрд СПЗ для обеспечения ликвидности как мирового доверия к падающему доллару.

Нам было бы полезно помнить об этих черных днях. Цена на золото с 1977-го по 1980 г. подскочила на 500 %. То, что началось как регулируемая девальвация доллара в 1971 г., когда президент Никсон отказался от обратимости в золото, к концу десятилетия превратилось в поражение по всем фронтам. Фиаско доллара проникло даже в массовую культуру. Фильм 1981 г. «Перекачивание капитала» (Rollover) с Джейн Фондой в главной роли рассказывал о секретном плане стран – производителей нефти отказаться от долларов и покупать золото; история заканчивалась крахом банковской системы, паникой на финансовом рынке и общественными беспорядками в мировом масштабе. Это была фантастика, но по-настоящему яркая и, возможно, пророческая.

Тогда как в конце 1970-х долларовая паника достигла пика, утрата

доверия ощущалась еще в августе 1971 г., сразу же после того, как президент Никсон отказался от золотого обеспечения доллара. Автор Джанет Таваколи описывает, каково пришлось американцам за границей в тот день, когда первые предсмертные конвульсии доллара оказались видны невооруженным глазом:

«Внезапно американцы, которые были за рубежом, обнаружили, что рестораны, отели и торговцы не хотят принимать на себя риск плавающего курса доллара. В праздник Феррагосто<sup>[1]</sup> (15 августа) банки Рима были закрыты, и американцы, у которых было недостаточно наличных, оказались в труднейшем положении.

Менеджер отеля спрашивал выезжающих постояльцев: «У вас есть золото? Посмотрите, что наделал ваш американский президент!» И насчет золота он говорил серьезно, он бы принял его в качестве оплаты.

Я сразу же попросила сделать предоплату счета за проживание в отеле в лирах. Менеджер от радости захлопал в ладоши. Он и остальной персонал обращались со мной так, как будто я была особой королевской крови. Я отличалась от других американцев с их дурацкими долларами. К концу моего пребывания там ни один торговец или ресторан не хотели иметь со мной дела, пока я не демонстрировала, что могу заплатить лирами»<sup>[2]</sup>.

Последующие попытки Пола Волкера и только что избранного Рональда Рейгана могли бы спасти доллар. В 1981 г. Волкер поднял процентную ставку до 19 %, чтобы уничтожить инфляцию и сделать доллар привлекательным для иностранного капитала. Начиная с 1981 г. Рейган снижал налоги и упрощал нормативно-правовое регулирование деятельности, что вернуло индекс доверия в деловых кругах и сделало США притягательными для иностранных инвесторов. К марту 1985 г. индекс доллара окреп на 50 % по сравнению с самым низким значением в октябре 1978 г., а цена на золото снизилась на 60 % по сравнению с самым высоким значением в 1980 г. Уровень инфляции в США упал с 13,5 % в 1980 г. до 1,9 % в 1986 г. Это были настолько хорошие новости, что Голливуд не снял продолжение «Перекачивание капитала – 2». К середине 1980-х пожар потух, и началась эра короля доллара. После 1978 г. доллар не перестал быть мировой ключевой валютой, но находился в очень рискованном положении.

Теперь мир отправляется назад в будущее.

Причина, по которой я написал эту книгу, в том, что я вижу сходную совокупность симптомов в современной мировой экономике. В июле 2011 г.

было зафиксировано самое низкое значение индекса доллара Федеральной резервной системы в истории: на 4 % ниже уровня паники октября 1978 г. В следующем месяце цены на золото достигли исторического максимума: примерно 1900 долл. за унцию, более чем на 300 % выше средней цены в 2006 г., как раз перед началом нового экономического спада. В августе 2009 г. МВФ еще раз выступил как финансовая служба быстрого реагирования и поспешил на помощь с новым выпуском СПЗ, эквивалентным 310 млрд долл., увеличив количество СПЗ на 950 %. Массовая культура XXI века получила свою версию «Перекачивания капитала» – телеисторию под названием «Крах неприемлем: спасая Уолл-стрит».

Параллели между 1978 г. и недавними событиями внушают страх, но они несовершенны. В то время была сила, разрушающая мир, которая не так очевидна сегодня. Эта собака, которая не кусается, – инфляция. Но если мы не слышим лая, это не означает, что собака не представляет опасности. В значительной степени следовавшие за инфляцией доллара США показатели, такие как индекс потребительских цен, едва ли изменили свое значение с 2008 г.; в некоторые месяцы возникала даже небольшая *дефляция*. Инфляция появилась в других странах, например в Китае, где правительство было вынуждено ревальвировать валюту, чтобы сдержать ее колебания, и в Бразилии, где резкое повышение цен на базовые услуги, такие как проезд в автобусе, спровоцировало массовые беспорядки. Рост цен на продукты питания также был сопутствующим фактором протестов на ранних стадиях «арабской весны». Однако инфляция доллара США пока еще сдерживается.

Если посмотреть пристальнее, можно увидеть настоящую кустарную промышленность, которая рассчитывает ценовые показатели США, используя методы, появившиеся до 1990 г., и альтернативные варианты потребительской корзины, более точно отражающие инфляцию, с которой сталкиваются американцы. Они являются предупредительными знаками, ведь альтернативные методы оценивают ежегодную инфляцию в США более чем в 9 % вместо цифры 2 % официальных правительственных показателей. Каждый, кто покупает молоко, хлеб или бензин, безусловно, согласится с более высоким значением. Какой бы красноречивой ни была эта теневая статистика, она оказывает мало влияния на международные валютные рынки или политику Федеральной резервной системы. Чтобы понять угрозы доллару и потенциальные политические ответные меры ФРС, необходимо посмотреть на доллар ее глазами. С этой точки зрения инфляция – это *не угроза*; на самом деле более высокая инфляция – это одновременно ответ ФРС на кризис задолженности и целевая программа.



Я считаю, что это стимулирование катастрофы, в то время как озадаченные критики Федеральной резервной системы ломают голову над очевидным отсутствием инфляции перед лицом беспрецедентного печатания денег ФРС и другими крупнейшими центральными банками. Многие размышляют, как могло получиться, что Федеральная резервная система с 2008 г. увеличила объем денежной массы на 400 % практически без инфляции. Но в ходу два самых популярных объяснения – и они предвещают потенциальный крах. Первое состоит в том, что экономика США структурно повреждена и обесцененные деньги невозможно использовать по назначению. Второе – это то, что наступает инфляция. Оба представления правдивы: экономика разрушена, и к нам приближается инфляция.

«Смерть денег» рассматривает эти события особым образом. Последующие главы содержат критический взгляд на стандартные инструменты экономики, такие как модели равновесия, показатели стоимостной меры риска и предполагаемые корреляции. Вы увидите, что широко применяемые модели общего равновесия не имеют смысла в состоянии возмущенного или двойного равновесия. Мировая экономика еще не достигла «новой нормы». Напротив, мир находится в пути от старого к новому без компаса и карты. Сегодняшняя норма – это бурление.

Опасность подстерегает снаружи и изнутри. Мы испытываем незаслуженное доверие к тому, что центральные банки могут спасти ситуацию; на самом деле они разрушают наши рынки. Модели стоимостной меры риска, используемые Уолл-стрит и регулирующими органами для оценки опасностей, которые представляют собой производные финансовые инструменты (деривативы), смехотворны; они маскируют чрезмерную задолженность, которая бессовестно превращается в гротескную компенсацию, которая лишает наше общество баланса. Когда скрытые издержки вернутся, как бумеранг, а налогоплательщики в очередной раз заплатят по чужим счетам, банкиры уютно устроятся в своих особняках и на борту своих яхт. Титаны объяснят легковерным репортерам и подкупленным политикам, что они никак не могли предвидеть новый крах.

Пока мы отказываемся смотреть в лицо правде о долгах и дефиците, десятки стран по всему земному шару оказывают давление на доллар. Мы считаем, что золотое обеспечение – это историческая идея, но по всему современному миру идет борьба за золото, и это может значить шаг к возвращению золотого обеспечения. Мы очень недооцениваем опасности киберфинансовой атаки и риски мировой финансовой войны.

Регрессионный анализ и корреляции, столь любимые специалистами по биржевому анализу и экономистами, неэффективны в деле обнаружения будущих рисков. Эти методы предполагают, что будущее до некоторой степени напоминает прошлое. История – великий учитель, но предположения этих специалистов содержат роковые ошибки. Первая состоит в том, что, оглядываясь назад, они смотрят недостаточно далеко. Большинство данных, которыми оперирует Уолл-стрит, отстоят от настоящего на 10, 20 или 30 лет. Более усердные аналитики будут использовать данные 100-летней давности, найдя подходящие варианты замены инструментам, которые не существовали в столь отдаленном прошлом. Но две крупнейшие катастрофы в истории: крах бронзового века и падение Римской империи – разделяет 1600 лет, причем последняя случилась 1600 лет назад. Я говорю это не для того, чтобы предположить неизбежный в скором времени крах цивилизации, а просто чтобы подчеркнуть чрезвычайную ограниченность угла зрения большинства регрессий. Еще одна ошибка заключается в том, что специалисты ошибаются в понимании оценки масштаба динамики, что выводит некоторые оценки рисков за пределы истории. Если потенциальный риск – это экспонента масштаба системы, а масштаб финансовых систем, измеряемых с помощью риска по дериватам, беспрецедентен, следовательно, и риск также беспрецедентен.

Грядущий крах доллара и международной финансовой системы абсолютно предсказуем. Это не провокационное заявление. За прошлый век международная валютная система переживала крах трижды: в 1914, 1939 и 1971 гг. За каждым из них следовал период беспокойства. События 1914 г. были спровоцированы Первой мировой войной, и за ними последовали сменяющиеся периоды гиперинфляции и депрессии с 1919 по 1922 г., пока в середине 1920-х не была достигнута стабильность, хотя и с далеко не совершенным золотым обеспечением, которое и способствовало новому краху в 1930-х. Вторая мировая война вызвала кризис 1939 г., и стабильность была достигнута только с помощью Бреттон-вудской валютной системы, созданной в 1944 г. Катастрофа 1971 г. спровоцировала отказ Никсона от обратимости доллара в золото, хотя эта *denouement*<sup>[3]</sup> готовилась не один год, и за ней последовали волнения, достигшие высшей точки в последовавшем крахе доллара в 1978 г. Грядущая катастрофа, как и предыдущие, может быть вызвана войной, золотом или хаосом или всеми тремя факторами сразу. Эта книга описывает наиболее неминуемые угрозы для доллара, который наверняка изживет себя в ближайшие годы; это финансовая война, дефляция, гиперинфляция и крах рынка. Только

государства или индивидуумы, которые принимают меры сегодня, выживут в грядущем водовороте.

Вместо ошибочных, хотя и популярных, методов эта книга предлагает теорию сложности как лучший способ, позволяющий увидеть настоящие риски и их возможные последствия. Фондовые рынки – это сложные системы *nonpareil*<sup>[4]</sup>. Теория сложности относительно нова в истории науки, но за 60 лет существования она широко использовалась применительно к погоде, землетрясениям, системам социальных взаимоотношений и прочим в высшей степени связанным системам. Возможности приложения теории сложности к фондовым рынкам находятся еще на ранней стадии, но эта методика уже дала ценные результаты относительно показателей риска и динамики цен, обладая более сильной прогнозирующей способностью, чем общепринятые методы.

Как вы увидите на последующих страницах, новый финансовый крах не будет иметь аналогов в прошлой истории. Однако ясное видение ложно понятых финансовых событий нашего мира сможет помочь инвесторам выработать наилучшие стратегии. В послесловии этой книги вы найдете некоторые рекомендации, но выбор наилучшего направления движения предполагает, что мы движемся через минное поле рисков, не теряя головы на перекрестках, и размышляем о смерти доллара. Следующая остановка – финансовая война.

## Финансовая война

Готовы ли мы к участию в финансовой войне? Ведение финансовой войны отличается от нормальной экономической конкуренции между странами, оно включает в себя скорее намеренные злоумышленные деяния, а не просто конкурентные. Финансовая война влечет за собой использование деривативов и проникновение на биржи с целью вызвать разруху, разжечь панику и полностью вывести из строя экономику врага. Финансовая война далеко не ограничивается промышленным шпионажем, который зародился в начале 1800-х гг., когда американец Франсис Кабот Лоуэлл запомнил конструкцию английского механического ткацкого станка и воспроизвел ее в США.

Арсенал современной финансовой войны включает конспиративные фонды хеджирования и кибератаки, которые могут подвергнуть угрозе системы учета поступления заказов, симулируя поток распоряжений о продаже акций, например, Apple, Google и IBM. Квалифицированные теоретики рынка, которые скептически относятся к такой тактике, не смогли распознать иррациональное уязвимое место рынков в состоянии повального бегства. Цель финансовой войны – не максимизация материальных ценностей, а победа.

Риски финансовой войны в эру господства доллара беспрецедентны, поскольку США никогда не приходилось сосуществовать в мире, где участники рынка не зависят от США в вопросах национальной безопасности. Даже на пике падения доллара в 1978 г. считалось, что Германия, Япония и страны – экспортеры нефти будут его поддерживать, потому что они полностью зависят от США, защищающих их от советской угрозы. В настоящее время такие сильные государства, как Россия, Китай и Иран, не зависят от США в вопросе национальной безопасности и даже могут усмотреть некоторые преимущества в экономических ранах Америки. Фондовые рынки окончательно переместились в сферу стратегических вопросов, тогда как аналитики Уолл-стрит и высокопоставленные политики Вашингтона, которым необходимо лучше всех понимать возможные последствия, всего лишь слабо предполагают наличие этого нового мира.

# Инфляция

Критики, начиная с Ричарда Кантильона в начале XVIII века до В. И. Ленина и Джона Мейнарда Кейнса в XX веке, были единодушны во мнении, что инфляция – это скрытый разрушитель сбережений, капитала и экономического роста.

Инфляция часто начинается незаметно и к моменту обнаружения уже завоевывает позиции. Такое запаздывание понимания, важное для центробанков, называется «денежная иллюзия» – это выражение относится к ощущению того, что создается реальное благосостояние, в результате чего пробуждаются «иррациональные начала»<sup>[5]</sup> Кейнса. Только впоследствии обнаруживается, что банкиры и дальновидные инвесторы получили материальные ценности, а рядовые граждане остались с девальвированными сбережениями, пенсиями и страховками жизни.

1960-е и 1970-е гг. – хороший пример «денежной иллюзии». С 1961-го по 1965 г. ежегодная инфляция в США достигала в среднем 1,24 %. В 1965 г. президент Джонсон инициировал масштабную серию трат и вызвал дефицит бюджета своей политикой «пушек и масла»<sup>[6]</sup>: наращиванием масштаба войны во Вьетнаме в сочетании с выплатами по программам «Великого общества»<sup>[7]</sup>. Федеральная резервная система покрывала эти траты, и так продолжалось до переизбрания президента Никсона в 1972 г. Сначала инфляция была постепенной, в 1966 г. она вскарабкалась на отметку 2,9 %, в 1967 г. – 3,1 %. Затем она вышла из-под контроля, достигнув 5,7 % в 1970 г. и в итоге пикового значения 13,5 % в 1980 г. И только в 1986 г. значение инфляции вернулось к уровню 1,9 %, характерному для начала 1960-х.

В наши дни актуальны два урока 1960-х и 1970-х. Первый: инфляция может взять значительный разгон до того, как ее заметит широкая общественность. Только в 1974 г., через девять лет с начала инфляционного цикла, инфляция стала серьезной политической проблемой и значимым вопросом государственной общественной политики. Этот временной разрыв между обретением мощи и обнаружением и составляет суть «денежной иллюзии».

Второе: когда представления об инфляции изменяются, их исключительно трудно «перенастроить». В эру Вьетнама обычным американцам понадобилось девять лет, чтобы сконцентрироваться на инфляции, и еще одиннадцать, чтобы по новой сформулировать ожидания.

Скатить камень со склона куда быстрее, чем закатить его обратно на вершину.

За последнее время с 2008 г. Федеральная резервная система напечатала свыше 3 трлн долл. новых денег, но большая инфляция в США не вспыхнула. Все же ФРС установила целевой показатель инфляции как минимум 2,5 %, возможно больше, и не остановит печать денег, пока не достигнет этой цифры. ФРС видит в инфляции способ снизить реальную стоимость национального долга США и избежать угрозы дефляции.

Здесь и кроется главный риск. Как история, так и бихевиористская психология дают основание предполагать, что когда целевой показатель инфляции будет достигнут, а ожидания изменятся, возникнет цикл обратной связи, в котором более высокая инфляция ведет к более высоким инфляционным ожиданиям, к еще большей инфляции и так далее. ФРС не сможет арестовать цикл обратной связи, потому что его динамика зависит не от финансовой политики, а от человеческой природы.

Поскольку цикл обратной связи будет набирать силу, в перспективе нас ждет повторение ситуации конца 1970-х. Взрывающиеся к небесам цены на золото и рушащийся доллар – две стороны одной монеты, которые скоро нас ожидают. Разница между следующим эпизодом гиперинфляции и предыдущим состоит в том, что Россия, Китай и МВФ будут наготове с золотом и специальными правами заимствования, а не долларами, для создания новых резервных активов. Когда доллар в следующий раз упадет из-под купола, внизу не будет страховочной сетки.

## Дефляция

Периода устойчивой дефляции в США не было со времени 1927-1933 гг.; в результате у американцев нынешнего поколения практически не сохранилось воспоминаний о ней. Если бы не массированная печать денег Федеральной резервной системой, США с 2009-го по 2013 г. испытали бы жесткую дефляцию, хотя надо понимать, что преобладающая тенденция к дефляции в экономике страны не исчезла. Она была только сглажена.

Дефляция – это самый страшный кошмар Федеральной резервной системы по многим причинам. Реальные выгоды от дефляции не так просто обложить налогом. Если директор школы зарабатывает в год 100 000 долл., а цены не изменяются, и он получает 5 % прибавки к зарплате, то его реальный уровень жизни до уплаты налогов повышается на 5000 долл., но государство облагает это увеличение налогом, оставляя самому человеку меньше. Но если заработок остается неизменным, а цены падают на 5 %, то повышение уровня жизни составляет те же 5000 долл., но государство *не может обложить эту разницу налогом*, потому что она проявляется в форме снижения цен, а не роста зарплаты.

Дефляция увеличивает реальную стоимость государственного долга, делая его оплату более трудной. Если дефляция не даст задний ход, это будет абсолютная невозможность погашения национального долга вместо менее травматичного исхода «банкротства ввиду инфляции». Дефляция сокращает номинальный ВВП, тогда как номинальный долг ввиду дефицита бюджета с каждым годом растет. Это увеличивает соотношение долга к ВВП, толкая США на путь Греции и повышая вероятность кризиса государственного долга.

Дефляция также увеличивает реальную стоимость негосударственных задолженностей, порождая волну неплатежей и банкротств. Эти потери падают на банки, становясь причиной банковского кризиса. Поскольку первостепенные задачи Федеральной резервной системы – это поддержка банковской системы, дефляции необходимо избежать, поскольку она порождает безнадежные задолженности, угрожающие кредитоспособности банка. Наконец, дефляция питает сама себя, и повернуть ее вспять ФРС практически не в силах. Федеральная резервная система уверена в своей способности контролировать инфляцию, хотя уроки 1970-х говорят, что могут потребоваться крайние меры. ФРС не питает иллюзий насчет сложности прекращения дефляции. Когда наличные день ото дня

дорожают, а это определяющая черта дефляции, люди и предприятия накапливают их, а не тратят и не инвестируют. Это накопление разрушает совокупный спрос и заставляет ВВП снижаться. Вот почему ФРС с 2008 г. напечатала более 3 трлн долл. новых денег – в первую очередь чтобы воспрепятствовать началу дефляции. Наиболее вероятная линия поведения Федеральной резервной системы в ближайшие годы – продолжение крупномасштабной печати денег с целью защиты от дефляции. Действующая посылка ФРС такова: с любыми последствиями инфляции можно справиться в рабочем порядке.

Продолжая печатать деньги, чтобы преодолеть дефляцию, ФРС может достичь политических границ печати; возможно, когда баланс достигнет 5 трлн долл., что сделает ее несостоятельной на основе переоценки по рыночной стоимости. На этом этапе верхушка ФРС может решить попытаться счастья с дефляцией. В этом варианте «танца с дьяволом» ФРС для поддержания совокупного спроса на плаву будет полагаться на налогово-бюджетную политику. Как вариант, дефляция может одержать верх, невзирая на печать денег. Это может произойти, когда ФРС будет сбрасывать деньги с вертолетов, а горожане будут оставлять их на земле, потому что поднять их будет означать навлечь на себя долг. По другому сценарию США вскоре вернется в 1930 г., столкнувшись с неприкрытой дефляцией.

В таких условиях единственный путь побороть дефляцию для США – это законодательно объявить, что цена золота составляет, скажем, 7000 долл. за унцию, возможно выше. Федеральная резервная система сможет зафиксировать эту цену, ведя операции на открытом рынке с использованием золота Форт-Нокса. ФРС, чтобы достичь цены 7000 долл. за унцию, покупала бы золото по 6900 и продавала по 7100 долл. за унцию. Целью было бы не обогащение держателей золота, а восстановление общего уровня цен.

Такие действия могут показаться маловероятными, но они будут эффективны. Поскольку все взаимосвязано, такой вид обесценивания доллара относительно золота скоро отразится в повышении долларовых цен на все остальное. Мир, в котором золото стоит 7000 долл., – это также мир, где нефть стоит 400 долл. за баррель, а серебро – 100 долл. за унцию. Спина дефляции может быть сломана, когда доллар обесценится по отношению к золоту, как это случилось в 1933 г., когда США переоценили золото с 20,67 до 35,00 долл. за унцию – девальвация доллара на 41 %. Если США опять столкнутся с жесткой дефляцией, противоядие в виде обесценивания доллара относительно золота будет тем же самым, потому



что когда печать денег не срабатывает, иного решения нет.

## Крах рынка

Перспектива краха рынка – это функция системного риска, не зависящая от основной экономической политики. Риск этой катастрофы обусловлен некомпетентностью регулирования и жадностью банкиров. Отправная точка этого анализа – признание того, что фондовые рынки обладают всеми четырьмя определяющими качествами сложных систем: разнообразием агентов, связанностью, взаимовлиянием и адаптивным поведением. Заключение о том, что фондовые рынки – это сложные системы, имеет глубокие последствия для регуляции и управления рисками. Первое последствие состоит в том, что адекватный показатель риска – это валовая номинальная стоимость деривативов, а не чистая позиция. Полный размер всех позиций банковских деривативов сейчас превышает 650 трлн долл., это более чем в девять раз превышает мировой ВВП.

Второе последствие состоит в том, что самая огромная катастрофа, которая только может случиться в сложной системе, – это экспоненциальная, нелинейная зависимость от масштаба системы. Это означает, что если система увеличивается в масштабе вдвое или втрое, риск катастрофы возрастает в десять или сто раз. Именно поэтому стресс-тесты, основанные на таких эпизодах истории, как 11 сентября или финансовая паника 2008 г., лишены ценности: беспрецедентный масштаб системы означает беспрецедентный системный риск.

Решения проблемы этого угрожающего системного риска удивительно незамысловаты. Немедленными задачами должны быть закрытие крупных банков и запрет большинства деривативов. Крупные банки не являются необходимой частью мировой финансовой системы. Когда требуется крупное финансирование, ведущий банк может организовать синдикат, как это обыкновенно делалось в прошлом для крупномасштабных инфраструктурных проектов, таких как прокладка трубопровода на Аляску, первые флотилии крупнотоннажных танкеров и первые «Боинг-747». Выгода от роспуска банков оказалась бы не в том, что были бы устранены банкротства банков, а в том, что банкротство перестало бы быть угрозой. Его стоимость стала бы локальной, и оно не смогло бы дать метастазы и таким образом угрожать системе. Причина запрета большинства деривативов еще более прямолинейна. Деривативы практически ни на что не годятся, кроме того, чтобы обогащать банкиров путем непрозрачного

ценообразования и сбивать с толку инвесторов посредством внебалансового бухгалтерского учета.

Какими бы ни были преимущества этих стратегий, перспективы аннулирования крупных банков или запрещения деривативов равны нулю. Регулирующие структуры используют устаревшие модели или полагаются на собственные модели банкиров, не давая им возможности понять системные риски. Конгресс не вынесет подобных решений, поскольку его члены в большинстве своем находятся в плену банковских взносов на политические цели.

Банковские риски и риски деривативов продолжают расти, и следующий крах будет беспрецедентным по размаху, поскольку масштаб системы беспрецедентен. Поскольку ресурсов Федеральной резервной системы едва хватило на предотвращение полного краха в 2008 г., следует ожидать, что еще более крупный кризис одержит верх над балансом ФРС. Раз ФРС напечатала свыше 3 трлн долл. во время относительного затишья, печать дополнительных 3 трлн долл. не будет политически оправданной. Задача восстановления общемировой ликвидности упадет на МВФ, поскольку из всех государственных учреждений только у МВФ остается свободный от долгов баланс. МВФ не ударит в грязь лицом с крупномасштабным выпуском СПЗ, и эта финансовая операция эффективно исчерпает роль доллара как ведущей международной резервной валюты.

## Подсчет опасностей

Угрозы для доллара универсальны. Внутренние угрозы – это печать денег ФРС и призрак гиперинфляции. Внешние угрозы включают накопление золота Россией и Китаем (подробнее об этом в главе 9), что предвещает переход к новым резервным активам.

Существует множество дополнительных угроз. Если инфляция не возникнет, это случится из-за непреодолимой дефляции, и ответом ФРС будет радикальная рефляция золота. Россия и Китай едва ли одиноки в своем желании освободиться от долларовой системы. Иран и Индия могут возглавить движение по созданию азиатской ключевой валюты, а члены Совета сотрудничества стран Персидского залива могут решить назначать цену на экспортируемую нефть в новой региональной валюте, выпускаемой центробанком, расположенным в одной из стран Персидского залива. Геополитические угрозы доллару могут не ограничиться экономической конкуренцией, а стать преднамеренными и принять форму финансовой войны. Наконец, мировая финансовая система может просто потерпеть крах сама по себе, без прямого нападения, в силу внутренних сложностей и побочных эффектов.

На данный момент доллар и международная денежная система – это синонимы. Если доллар потерпит крах, крах потерпит и международная денежная система, по-другому быть не может. Простые граждане, вкладчики и пенсионеры станут главными жертвами хаоса, который последует за крахом, хотя подобная ситуация не означает окончания торговли, денежных отношений или банковского дела. Крупнейшие банковские игроки, будь то государства, банки или международные организации, с грехом пополам выкарабкаются, тогда как министры финансов, банкиры центробанков и главы государств столкнутся с необходимостью беспрерывно сводить воедино новые правила игры. Если социальная напряженность возникнет до того, как финансовые элиты восстановят систему, страны должны быть готовы к подавлению недовольства силами военизированной полиции, армии, беспилотников, полицейского надзора и правительственных распоряжений.

Денежная система будущего не будет основываться на долларах, поскольку Китай, Россия, страны – производители нефти и другие развивающиеся государства будут коллективно настаивать на окончании денежного владычества доллара и создании нового денежного стандарта.

Пока еще неясно, будет ли новый денежный стандарт основан на золоте, специальных правах заимствования или сети региональных ключевых валют. Однако вариантов немного, и пристальное изучение основных возможностей может дать инвесторам преимущество и обоснованную перспективу сохранения благосостояния в этом новом мире.

Система вышла из-под контроля: измененное состояние экономического мира – новые игроки, смена государственной принадлежности, некомпетентность политиков и технический прогресс – повергает инвесторов в замешательство. В книге «Смерть денег» вы краем глаза увидите, какими могут быть последние дни доллара и итоговый крах международной денежной системы, а также заглянете в будущее новой системы, которая может восстать из пепла старой.

## Часть 1. Деньги и геополитика



## Глава 1. Пророчество

*Один из наших самых больших страхов – это то, что происходит сегодня, но, делая биопсию, мы обнаруживаем, что все это у нас было уже две недели назад, а мы не знали, потому что оно было скрыто в чем-то другом, что не проявлялось...*

*А. Б. («Баззи») Кронгард, исполнительный директор ЦРУ. 1 сентября 2001 г.*

*...есть бесспорные свидетельства предположения, что на рынке опционов перед 11 сентября велась необычная торговля, указывающая на террористов и их сообщников, которые осуществляли сделки, заранее зная о предстоящих нападениях.*

*Аллен Потешмен, доцент Иллинойского университета в Урбане-Шампейне, Journal of Business. 2006 г.*

*Никогда не верь ничему, пока оно не будет официально опровергнуто.*

*Клод Коуберн, английский журналист*

## Торговля как на ладони

*«Невозможно торговать в одиночку».* Будучи аксиомой финансового рынка, этот трюизм означает, что после каждой сделки остается запись о транзакции. Если знать, где смотреть и как изучать историю и данные, можно многое узнать не только касательно повседневных биржевых сделок по продаже у очевидных игроков, крупных и мелких, но и применительно к более беспокоящим истинам и тенденциям. Конъюнктурная информация относительно 11 сентября – большую часть которой широкая общественность едва ли поняла – наглядный тому пример.

Те, кто пользуется защищенными переговорными комнатами в штаб-

квартире ЦРУ в Лэнгли – без окон, тихими и тесными, – называют их «сейфами». 26 сентября 2003 г. мы с Джоном Малхирном сидели бок о бок в таком «сейфе» на четвертом этаже комплекса штаб-квартиры. Малхирн был одним из самых легендарных биржевых маклеров в истории Уолл-стрит. Я отвечал за создание модели террористической торговли для ЦРУ – часть более обширного исследования по продаже акций при наличии заведомой информации о нападениях 11 сентября.

Я смотрел ему в глаза и спрашивал, знает ли он об инсайдерской торговле акциями American Airlines непосредственно перед 11 сентября. Его ответ леденил кровь: «Это был самый вопиющий случай инсайдерской торговли, который я наблюдал в жизни»<sup>[8]</sup>.

Малхирн начал карьеру на бирже в начале 1970-х и в возрасте 25 лет стал одним из самых юных исполнительных директоров в истории Merrill Lynch. Его признали виновным в совершении инсайдерских сделок в 1990 г. (это была часть торговых скандалов 1980-х), но приговор был отменен в апелляционном порядке. Признание его виновным строилось на свидетельских показаниях Айвена Боски, который и сам печально известен подобной деятельностью<sup>[9]</sup>. В ходе судебного процесса Малхирн был задержан полицией около своего имени в Рамсоне, штат Нью-Джерси, когда он выехал с оружием в багажнике автомобиля, чтобы убить Боски среди бела дня.

Малхирн был экспертом в торговле опционами и в математических связях между ценой опционов и ценой акций, лежащих в их основе. Он также был опытным игроком рынка поглощения акций и знал, что часто заблаговременная утечка информации о сделке – это открытое приглашение к инсайдерской торговле. Никто не знал о связи между инсайдерскими сделками и красноречивыми ценовыми сигналами больше, чем Малхирн.

Когда мы встретились в Лэнгли, Малхирн был главой Bear Wagner, одного из семи членов Нью-Йоркской фондовой биржи того времени. Сейчас такое членство сильно утратило былое значение, но во время теракта 11 сентября они были наиболее важным связующим звеном между продавцами и покупателями. Их работа заключалась в том, чтобы создавать рынок и стабилизировать цены. Члены биржи использовали рынки опционов, чтобы снизить риск, который они принимали на себя, формируя рынок. Они были неотъемлемым связующим звеном между нью-йоркской продажей акций и чикагской торговлей опционами.

Фирма Малхирна была уполномоченным котирующим участником рынка акций American Airlines во время нападения 11 сентября. Когда



самолеты врезались в башни-близнецы, Малхирн увидел дым и пламя из своего офиса неподалеку от Всемирного торгового центра и немедленно понял, что случилось. Пока остальные строили предположения о «небольшом самолете, сбившемся с курса», он неистово продавал фьючерсы по индексу S&P 500. За полчаса между началом теракта и закрытием биржи Малхирн осуществил продажу ценных бумаг без покрытия на 7 млн долл. Позднее он пожертвовал всю эту прибыль на благотворительные цели.

Малхирн был очевидцем: он наблюдал как развертывание нападений 11 сентября, так и инсайдерскую торговлю, которая им предшествовала. Его присутствие в Лэнгли в 2003 г. было частью проекта ЦРУ, чьи корни уходили во время, предшествующее самому теракту.

## **Террористическая торговля**

5 сентября 2001 г. – это день, когда Усама бен Ладен узнал, что атаки на Нью-Йорк и Вашингтон осуществляются 11 сентября<sup>[10]</sup>. Отсчет до начала террора пошел. До дня, когда улицы вокруг Нью-Йоркской фондовой биржи начнут задыхаться от смерти и руин, оставалось четыре операционных дня. У биржевых маклеров террористов, владеющих инсайдерской информацией, были только эти несколько дней, чтобы разработать стратегии получения прибыли от террора. Инсайдерские сделки тех, кто наперед знал о сценарии развития событий 11 сентября, к 6 сентября шли полным ходом.

Бен Ладен, выросший в одной из богатейших семей Саудовской Аравии, был искушен в финансовых вопросах. Прочие лидеры Аль-Каиды, включая угонщиков самолетов 11 сентября, не принадлежали к массе невежественных и обнищавших – они были врачами и инженерами. Многие жили в развитых странах, таких как Германия и США. Аль-Каида спонсировалась зажиточными жителями Саудовской Аравии, которые торговали акциями на постоянной основе.

Знакомство Аль-Каиды с внутренним механизмом работы Нью-Йоркской финансовой биржи хорошо известно. В интервью пакистанскому журналисту, данном всего через несколько недель спустя после атаки 11 сентября, бен Ладен сделал следующие замечания, которые показывают, насколько тесно он связывает террор и торговлю:

«Послушайте, то, что случилось во вторник, 11 сентября, в Нью-Йорке и Вашингтоне, это действительно великое событие во всех смыслах... И если падение башен... было громадным событием, вообразите то, что последует за ним... Давайте поговорим об экономических убытках, которые все еще продолжаются.

...потери на рынке Уолл-стрит достигли 16 %. Говорят, это рекордная цифра, такого не случалось со времени открытия рынка более 230 лет назад. Сумма брутто, обращающаяся на этом рынке, достигает 4 трлн долл. Так что если мы умножим 16 % на 4 трлн долл., чтобы обнаружить постигшие рынок убытки, получается утрата 640 млн долл., милостью Аллаха...»<sup>[11]</sup>

American Airlines и United Airlines, авиаперевозчики, чьи четыре самолета были угнаны 11 сентября, – это открытые акционерные общества, чьи акции продавались на Нью-Йоркской фондовой бирже. В 2001 г. American Airlines имела биржевое обозначение AMR, а United Airlines – UAL.

Исследователь в поисках доказательств инсайдерской торговли обычно начинает с рынка опционов, тесно связанного с рынком акций. Десятилетия случаев инсайдерских сделок показали, что опционы – излюбленный инструмент брокеров-инсайдеров. Причина очевидна: опционы предлагают куда большее использование заемных средств на ту же сумму наличных, чем обычная торговля акциями. Что целесообразно для жуликов с Уолл-стрит, то целесообразно и для террористов. Если ставить наверняка, это соотношение увеличивает ожидаемую прибыль, а террористы ставили наверняка – на панику, которая последует за их нападениями.

Тогда как детали операции террористов 11 сентября были заранее известны только небольшому кругу исполнителей, сам факт того, что нападение произойдет 11 сентября 2001 года, был известен более широкому кругу. Эта группа включала в себя непосредственных участников захватов самолетов, их соседей и спонсоров, а также семьи и друзей<sup>[12]</sup>. Те, кто узнавал о грядущих атаках от террористов, рассказывал другим, и информация распространялась по социальным сетям почти так же, как видео становится вирусным.

Заблаговременное знание о теракте, распространяемое в социальных сетях, спецслужбам не помогает, если эти сообщения не перехватываются. Проблема перехвата состоит как в нацеливании ресурсов сбора на

правильные каналы, так и в отделении сигналов от шума. Все-таки как минимум на одном канале до 11 сентября замигала красная лампочка тревожного сигнала, говоря миру, что надвигаются катастрофические события, в которые будут вовлечены авиалинии. Этим каналом была верхушка финансовой элиты – Нью-Йоркская фондовая биржа.

Когда часы террора пошли, сигналы рынка стали нарастать подобно цунами. Нормальное соотношение ставок на то, что акции упадут и то, что вырастут, составляет 1 к 1. 6-7 сентября ставки по опционам на то, что акции United Airlines упадут, превысили количество ставок на их рост в пропорции 12 к 1. 8-9 сентября биржи были закрыты на выходные. Последние торги до атаки прошли 10 сентября, и в тот день ставки по опционам на то, что акции United Airlines упадут, превысили количество ставок на их рост в пропорции 6 к 1<sup>[13]</sup>. 11 сентября 2001 г. Самолеты рейсов United Airlines и American Airlines врезались во Всемирный торговый центр и Пентагон. В первый день торгов после этих событий акции United Airlines упали на 43 %, а American Airlines на 40 % с цены на момент окончания предыдущего дня торгов. Тысячи американцев погибли. Биржевые брокеры по опционам заработали миллионы.

Асимметричная торговля с преобладанием понижающих ставок над повышающими наподобие той, которую можно было наблюдать в канун 11 сентября, не была бы необычной, имейся отрицательные новости об акциях. Но в те дни новостей об авиакомпаниях не было. Акции других ведущих авиакомпаний, таких как Southwest и US Airways, не испытывали на себе такой торговли на понижение, как American и United.

То, что произошло, было огромной спекулятивной атакой, нацеленной на снижение стоимости акций American и United Airlines в течение четырех последних дней торгов перед 11 сентября. Опытные трейдеры и сложные компьютерные программы распознали суть этой схемы – инсайдерская торговля в преддверии дурных новостей. Только сами террористы и их круг общения знали, что этими новостями станет самый страшный теракт в истории США.

Записи о торгах – это не единственное доказательство связи террористов с инсайдерской торговлей в преддверии нападений. Однако несмотря на это свидетельство, официальное заключение Комиссии по 11 сентября было таково:

«Всесторонние исследования Комиссии по ценным бумагам и биржам, ФБР и прочих агентств не обнаружили свидетельств о том, что кто-либо, заведомо знавший об атаках, получил выгоду

путем сделки с ценными бумагами»<sup>[14]</sup>.

Этот язык, используемый в отчете Комиссии по 11 сентября, – уловки юристов. Если отчет говорит, что агентства не обнаружили свидетельств, это не значит, что свидетельств нет, – только то, что их не удалось найти. Заключение о том, что никто не получил выгоды, не означает, что сделок не было, – только то, что выгоды невозможно установить. Возможно, злоумышленникам не удалось забрать прибыль, подобно грабителю банка, уронившему мешок с деньгами на бегу. Инсайдерские торговцы-террористы могли не знать, что торги на несколько дней после атак закроются, так что им не удалось заключить сделки и забрать прибыль.

Несмотря на официальное отрицание, доказательство связей террористов на бирже можно найти в результате более глубокого погружения в мир криминалистики и феномена усиления сигнала. Ученые пристально изучили необычные торги по опционам в преддверии 11 сентября. Труды, в большинстве своем опубликованные *после* завершения работы Комиссии по 11 сентября, категорично говорят, что торговля опционами перед 11 сентября была основана на инсайдерской информации<sup>[15]</sup>.

Ведущее научное исследование террористической инсайдерской торговли, связанной с 11 сентября, велось на протяжении 4 лет, с 2002-го по 2006 год Алленом Потешменом из Иллинойского университета в Урбане-Шампейне. Его выводы были опубликованы Чикагским университетом в 2006 г.<sup>[16]</sup>

Эти заключения основывались на серьезных статистических методах. Они напоминают использование ДНК-анализа для доказательства преступления в отсутствие свидетелей. В случаях убийства сторона обвинения сравнивает ДНК обвиняемого с образцами, найденными на месте преступления. Существует крайне незначительная вероятность того, что совпадение ДНК осудит обвиняемого по ошибке, но она настолько мала, что суд обычно выносит обвинительный приговор. Определенные статистические корреляции настолько сильны, что, несмотря на микроскопический шанс ошибки, должно быть сделано очевидное заключение.

Ученые, подобные Потешмену, берут большие группы данных и устанавливают обычное поведение акций, называемое базовым. Затем исследователи сравнивают реальные торги в плановый период с базовыми показателями, чтобы выяснить, демонстрирует ли плановый период нормальную или необычную активность. Для объяснения необычной

активности изучают независимые переменные. Эти методы доказали свою надежность во многих ситуациях научных исследований и правоохранения. Например, эти же методы использовались для обнаружения широко распространенной нелегальной датировки опционов технологических компаний во время пузыря доткомов<sup>[17]</sup>.

Данные Потешмена для целей установления базового уровня включали ежедневные записи торгов по опционам по всем акциям в индексе S&P с 1990 г. до 20 сентября 2001 г., вскорости после нападения 11 сентября. Потешмен концентрировался на нескольких важных соотношениях и наконец обратился к тому, которое с наибольшей вероятностью использовали террористы – это простая покупка опционов на продажу AMR и UAL. Опцион на продажу акции – это ставка на то, что цена акции упадет.

Он распределил данные по десятичным группам от 0,0 до 1,0, где значение 0,0 обозначало исключительно низкую активность в секторе опционов на продажу, а 1,0 – исключительно высокую активность. Он обнаружил, что за четыре дня торгов, предшествующих 11 сентября, максимальное дневное значение для каждой из авиакомпаний, самолеты которой были угнаны, составило 0,99, а максимальное значение за весь четырехдневный период было 0,96. В отсутствие каких-либо новостей, могущих объяснить такую асимметрию распределения, следует неизбежный вывод, что эта активность представляла собой инсайдерские сделки. Потешмен пишет:

«...существует свидетельство необычной активности на рынке опционов в дни, предшествующие 11 сентября, что согласуется с мыслью о сделках инвесторов, загодя знающих об атаках»<sup>[18]</sup>.

Еще одно ведущее исследование, проведенное Швейцарским финансовым институтом, пришло к тому же выводу. Эта работа охватывала период с 1996-го по 2009 г. и анализировала более 9,6 млн сделок по опционам в 31 отобранной компании, включая American Airlines. Относительно 11 сентября исследование делает следующий вывод:

«Такие компании, как American Airlines, United Airlines, Boeing и в меньшей степени Delta Air Lines и KLM, похоже, были целями информированных торговых операций в период, предшествовавший атакам. Количество новых опционов на

продажу, выпущенных в этот период, статистически высоко и общие прибыли... полученные от их исполнения, насчитывают более 16 млн долл. Эти изыскания подтверждают свидетельство Потешмена (2006 г.), который тоже задокументировал необычную деятельность на рынке опционов перед атаками террористов»<sup>[19]</sup>.

Комиссия по 11 сентября была осведомлена о записях сделок, использованных в дальнейшем учеными, и была знакома с сообщениями средств массовой информации о том, что инсайдерские сделки террористов имели место. Комиссия отвергла всякую связь между торговлей опционами и террористами, и в этом отрицании ее поддерживали публикации в ведущих СМИ, таких как Barron's<sup>[20]</sup>. Отрицание Комиссией по 11 сентября свидетельств, указывающих на инсайдерскую террористическую торговлю, объясняется главным образом ее ошибкой в понимании *усиления сигнала*.

\* \* \*

Усиление сигнала в биржевой торговле описывает ситуацию, когда небольшое количество незаконных сделок, основанных на инсайдерской информации, ведет к значительно большему количеству *законных* сделок, основанных на точке зрения «кто-то знает что-то, чего не знаю я». Это случай, когда законопослушные трейдеры «падают на хвост» начальным незаконным сделкам, не зная об их незаконности.

Повторюсь, никто не торгует изолированно. На каждого покупателя опционов на продажу есть продавец, который видит, что сделка совершается. Каждая сделка входит в системы учета цен, доступную профессиональным трейдерам. Маленькая покупка опционов на продажу террористам не осталась бы незамеченной этими профессионалами. В дни перед 11 сентября не было новостей никакой важности о American или United Airlines. Кто-то, увидев маленькую сделку, мог спросить себя, почему трейдер делает ставку на то, что акции упадут. Можно не знать, кто совершает сделку, но допустить, что трейдер знает, что делает, и должен иметь основания для игры на понижение. И профессионал может купить значительно большее количество опционов на продажу на свой личный счет вслед за совершенной информированным незнакомцем сделкой.

Вскоре остальные трейдеры начинают замечать активность и также покупают опционы на продажу. Каждая сделка добавляется к итоговому результату и еще немного усиливает первоначальный сигнал. В крайних

случаях динамика напоминает хаотичную кульминацию фильма «Уолл-стрит» (Wall Street), в котором начальная инсайдерская сделка по Blue Star Airlines персонажа Чарли Шина вырвалась из-под контроля под крики «Сбрасывай все!», «Избавляемся от всего!».

На деле 10 сентября 2001 г., в день, предшествующий теракту, было продано 4516 опционов на продажу, что эквивалентно 451 600 акциям American Airlines. Подавляющее большинство сделок были легальными. Однако потребовалась лишь небольшая часть террористических инсайдерских сделок, чтобы пришел в движение снежный ком куда как более крупного объема легальных сделок последователей. У тех трейдеров не было инсайдерской информации об атаке, но они ставили на то, что другим трейдерам известны отрицательные новости касательно AMR, которые не известны широким массам.

И это было так.

Стандартное возражение многих участников системы разведки на предположения о террористических инсайдерских сделках состоит в том, что террористы никогда бы не пожертвовали собственной секретностью операции, чтобы безрассудно ввязаться в инсайдерские сделки, рискуя быть обнаруженными. Эту аргументацию легко оспорить. Никто не предполагает, что террорист-угонщик Мухаммед Атта купил опционы на продажу AMR через свой аккаунт на E\*Trade, отправляясь угонять самолет American Airlines рейса 11 из аэропорта Логан в Бостоне. Инсайдерские сделки совершали не сами террористы, а их круг общения.

Что касается мер обеспечения секретности, эти важнейшие задачи легко побеждает старомодная жадность. Яркое свидетельство тому – эксперт по декорированию дома Марта Стюарт. В 2001 г. Марта Стюарт была одной из богатейших женщин мира благодаря успеху своих издательских и медийных проектов в области кулинарии и декорирования дома. В тот год она продала свою долю в ImClone Systems, основываясь на частной информации от своего брокера, и избежала убытков в 45 000 долл.; эта сумма – гроши по сравнению с ее состоянием. Однако в 2004 г. она была признана виновной в преступном сговоре, препятствовании правосудию и даче ложных показаний в связи с этой сделкой и была приговорена к тюремному заключению.

Когда дело доходит до ставок наверняка, жадность берет верх над здравым смыслом и делает ставку непреодолимо соблазнительной. История инсайдерских сделок изобилует подобными примерами. Когда представится возможность, приятель террориста вряд ли проявит больше рассудительности, чем супербогатая знаменитость.



Если принять во внимание весомость анализа социальных сетей, статистических методов, усиления сигнала и мнения экспертов, почему Комиссия по 11 сентября не смогла сделать заключения, что террористы совершали сделки по AMR и UAL в преддверии атаки? Ответ кроется в самом отчете Комиссии, в подстрочном примечании 13 к главе 5 отчета.

Примечание 130 отмечает, что активность в отношении AMR и UAL перед 11 сентября была «крайне подозрительной». В нем также говорится: «Действительно, происходила необычная торговля, но доказано, что каждая из этих сделок имела безобидное объяснение». Более пристальный взгляд на эти «безобидные» объяснения обнаруживает пробелы в аргументации комиссии.

Например, в отчете говорится: «...один институциональный инвестор из США без всяких потенциальных связей с Аль-Каидой приобрел 95 % опционов UAL на продажу 6 сентября в рамках своей стратегии сделок, которая также включала *покупку* 115 000 акций American...» Это объяснение несостоятельно по двум причинам. Во-первых, тот факт, что высокий процент сделок окажется законным, полностью согласуется с усилением сигнала. Только малая начальная доля сделок совершалась террористами. Отчет Комиссии по 11 сентября не представляет никаких доказательств того, что была сделана какая-то попытка детально изучить мелкий начальный сигнал. Вместо этого персонал был отвлечен невинными помехами.

Во-вторых, Комиссия по 11 сентября опирается на то обстоятельство, что инвесторы, с которыми они беседовали, говорили, что приобретение опционов на продажу UAL – это часть стратегии, включающей *покупку* акций AMR, нечто вроде краткосрочно-долгосрочной торговли. Это обнаруживает *naivete*<sup>[21]</sup> части людей, входящих в Комиссию по 11 сентября. У крупных институциональных инвесторов существуют многочисленные позиции, которые не имеют никакого отношения друг к другу, но которые могут выбираться *post facto*<sup>[22]</sup>, чтобы продемонстрировать исследователям невинность мотивов. Формально позиция этого инвестора по AMR ничего не говорит о том, почему он так активно продавал UAL.

В отчете повторяется: «Большинство кажущихся подозрительными сделок по American 10 сентября восходят к специальному американскому информационному бюллетеню по торговле опционами, разосланному по факсу подписчикам в воскресенье, 9 сентября, который рекомендовал эти сделки». Этот анализ показывает, что члены комиссии обладают



ограниченным пониманием того, как работает анализ Уолл-стрит.

В обращении находятся тысячи биржевых информационных листков с подсказками о покупке акций. В любой из дней возможно найти как минимум один, который бы рекомендовал любую покупку *или* продажу, который выпустила крупнейшая компания из списка Нью-Йоркской фондовой биржи. Найти задним числом информационный бюллетень, рекомендующий приобретение акционов на продажу American Airlines, – элементарная задача. Несомненно, в обращении были и другие информационные бюллетени, рекомендовавшие противоположное. Выбор свидетельства, которое соответствует теории, при игнорировании другого свидетельства, – это пример *предвзятости подтверждения*, основная причина ошибочного анализа разведывательной информации.

Еще одна проблема объяснения насчет информационного бюллетеня – это уверенность, что рекомендации возникли независимо от инсайдерской торговли по AMR, которая уже продолжалась. Зачем воспринимать этот бюллетень как сигнал, если в действительности он был частью помех? Например, 7 сентября объем биржевых сделок по AMR удвоился по сравнению с предыдущим днем и практически достиг пика за квартал при снижении курса акций. Эта схема была постоянной в ходе инсайдерских сделок в преддверии 11 сентября. Более вероятно, что объем опционов на продажу 7 сентября повлиял на рекомендации информационного бюллетеня 9 сентября, чем то, что бюллетень вызвал покупку опционов на продажу 10 сентября.

Наиболее вероятное объяснение состоит в том, что весь ход событий с 6-го по 10 сентября был усилением сигнала, вызванным небольшой первоначальной инсайдерской сделкой. Вычленять одно-единственное событие наподобие информационного бюллетеня и придавать ему объяснительную силу без обращения к предшествующим событиям – плохой криминалистический ход. Лучше сделать шаг назад и посмотреть на картину в целом, чтобы отделить сигнал от шума.

Трейдеры с инсайдерской информацией и те, кто последовал за ними, печально известны хранением аналитических отчетов для поддержки деятельности в случае, когда им наносит визит Комиссия по ценным бумагам и биржам. Обследования Комиссии по ценным бумагам и биржам задним числом – обычное дело в случаях, когда комиссия обнаруживает подозрительную биржевую активность, имеющую отношение к крупнейшим событиям на рынке. Помахать аналитическим отчетом перед расследователем комиссии – стандартный метод вынудить его убраться восвояси. Преступники биржевого торга доходят даже до того, что готовят

собственные аналитические отчеты с единственной целью создания прикрытия, если когда-либо возникнет вопрос об их инсайдерских сделках. С учетом этих хорошо известных методов сбить расследование со следа досадно, что отчет Комиссии по 11 сентября придал значение единственному информационному бюллетеню.

Будучи рассмотрены через призму усиления сигнала, «теория крупного покупателя» и «теория информационного бюллетеня» Комиссии по 11 сентября, содержащиеся в примечании 130, более согласуются с террористическими биржевыми сделками, чем опровержение. Более того, эти теории вообще не рассматривают покупку опционов на продажу United Airlines 7 сентября и другие подозрительные сделки.

Важно отделить этот анализ инсайдерской торговли от так называемого движения «Правда об 11 сентября» – это общее название групп и частных лиц, которые формулируют конспирологические теории касательно терактов 11 сентября. Многие из этих теоретиков утверждают, что госучреждения и официальные лица из правительства США были вовлечены в планирование этих атак и что башни-близнецы были разрушены предварительно установленными взрывными устройствами, а не угнанными самолетами. Эта нелепость служит плохую службу тем, кто был убит или пострадал в тех событиях и в ходе последующих действий вооруженных сил. Веские доказательства того, что эти атаки были запланированы и осуществлены Аль-Каидой, неопровержимы. Отчет Комиссии по 11 сентября – это колоссальное и превосходное изложение событий, блестящая историческая работа, несмотря на неизбежные упущения, которые возникают в таком широкомасштабном труде. Более того, в широко принятом изложении фактов 11 сентября и террористической инсайдерской торговле нет ничего противоречащего. Учитывая масштаб атаки и требования человеческой природы, такой торговли следовало ожидать. Статистические, поведенческие и неофициальные данные инсайдерской торговли огромны.

Террористические инсайдерские сделки были не заговором правительства США, а простым продолжением основного плана действий террористов. Это было омерзительно, однако в конечном счете банально. Незначительные приятели террористов не смогли устоять перед искушением поставить наверняка, а об остальном позаботилось усиление сигнала. И все же сигнал не был незаметным. На табло бирж по всему миру свидетельство грядущих нападений было видимо при наблюдении за торговлей опционами American и United Airlines.

По страшным словам директора ЦРУ Джорджа Тенета, «В системе

замигала красная лампочка тревожного сигнала»<sup>[23]</sup>.

## Проект «Предсказание»

Если Комиссия по 11 сентября завязала с темой террористической инсайдерской торговли, одно из правительственных учреждений все еще хотело – хотя сначала не имело достаточно возможностей для этого – копнуть глубже.

Центральное разведывательное управление было мобилизовано до 11 сентября на основе объема сообщений о том, что готовится демонстративная атака. Большинство отчетов разведслужб о необычной активности сделок касательно авиакомпаний и других акций в дни перед атакой привлекли внимание ЦРУ непосредственно после 11 сентября. Однако у ЦРУ была проблема изучения этих ориентиров, потому что у него практически отсутствовал опыт на фондовых рынках и в торговле опционами.

Этот пробел в возможностях разведслужбы в то время не был удивительным. До глобализации фондовые рынки не являлись частью арены национальной безопасности. Рынки были в большинстве своем локальными, контролировались крупнейшими компаниями соответствующих стран. Некоторые банки, такие как Citibank, были международными, но они вели традиционный кредитный бизнес и не были вовлечены в обращение ценных бумаг. У ЦРУ отсутствовал опыт в вопросе фондовых рынков, потому что в годы холодной войны он не требовался, рынки не были частью театра военных действий.

В результате, когда после 11 сентября хлынули отчеты о возможных террористических инсайдерских сделках, в агенстве практически не нашлось человека с опытом, необходимым для оценки того, как это могло случиться и каковы возможные последствия для национальной безопасности. К счастью, один старший аналитик разведывательной службы весьма хорошо понимал эти последствия.

Рэнди Таусс спокойно жил в престижном пригороде Вашингтона, округ Колумбия, под названием Маклин, штат Вирджиния, недалеко от штаб-квартиры ЦРУ. Он уволился из ЦРУ в 2008 г. после 37 лет работы в управлении, в основном в управлении разведывательной информации, отдел аналитики. Он – блестящий физик и математик, получивший многочисленные медали от управления за техническую и дедуктивную деятельность. Хотя большинство его работ касалось комплексных систем

оружия, он заслужил славу как в управлении, так и вне его за свою роль в раскрытии тайны взрыва в воздухе рейса TWA800 в 1996 г.<sup>[24]</sup>

У Таусса было еще одно увлечение – кое-что, не требовавшееся в ежедневной работе, но то, чем он занимался с той же страстью, которую он выказывал, работая над оружием и технологиями. Он был заядлым трейдером акций и опционов и использовал математические навыки для обнаружения мелких аномалий в цене опционов, которые можно было продать в пользу своего личного счета. Он занимался сделками с опционами так активно и на протяжении такого длительного времени, что был известен этим среди коллег почти так же хорошо, как и своими анализами разведданных. Когда история инсайдерских сделок вышла наружу по горячим следам 11 сентября, неудивительно, что имя Таусса попало в поле зрения руководства ЦРУ.

В октябре 2001 г., всего через несколько недель после нападения 11 сентября, отдел анализа терроризма ЦРУ попросил Таусса стать директором проекта, чтобы выяснить, могли ли террористы использовать заблаговременное знание о действиях с целью получения выгоды на рынках ценных бумаг и может ли штат разведки обнаружить такие попытки и, возможно, воспрепятствовать атаке. Так начался один из самых длительных и наиболее необычных аналитических проектов в истории ЦРУ.

Программа исследований получила название «Проект «Предсказание»». К тому моменту, когда проект был свернут в 2004 г., свои время и силы в него вложили почти 200 финансовых специалистов, в числе которых были топ-менеджеры фондовой биржи, управляющие хеджевыми фондами, лауреаты Нобелевской премии и биржевые маклеры, а также технические специалисты и системные аналитики. Таусс возглавил масштабное предприятие, которое одновременно моделировало склад ума террориста и трейдера Уолл-стрит. Он обнаружил, что эти две сферы имеют более чем небольшое количество общего.

Проект «Предсказание» был формально запущен в апреле 2002 г., и основная группа его собралась к концу мая. Первой задачей было создание перечня потенциальных целей атак террористов и связывание этих целей с публично продаваемыми акциями, которые могут обеспечить заблаговременное предупреждение посредством необычной ценовой активности. Эти акции включали широкий перечень авиакомпаний, круизных компаний, компаний коммунального сектора, тематических парков и прочих организаций, имеющих символическую важность.

К началу 2003 г. команда «Предсказания» под руководством Таусса

попыталась поговорить с Уолл-стрит и другими органами власти и собранными командами о принятии участия в адресных комиссиях, которые могли бы дополнить теорию Таусса конкретными деталями. Широко допускалось, что террористы будут наносить повторные удары каким-то демонстративным образом. Будет ли утечка информации? Окажутся ли приятели террористов вовлеченными в инсайдерские сделки? Можно ли выявить эти сделки с тем, чтобы идентифицировать трейдера и его цель? Будет ли время отреагировать и остановить атаку? Все эти проблемы были поставлены перед «Предсказанием».

\* \* \*

Мое участие в проекте «Предсказание» началось в поместье Кайзер на вершине горы на острове Санта-Крус – достаточно экзотичном, чтобы стать местом финальной сцены очередной части бондианы. Поместье представляет собой комплекс из трех особняков, соединенных частными дорогами на холм Рекавери-хилл, возвышающийся над городом Крисченстедом на северном берегу острова. Центральная часть комплекса – это «Белый дом», просторный многоуровневый кипенно-белый дом в интернациональном стиле с большим открытым бассейном и обязательной отделкой «сталь, колонны и кевлар», напоминающей аэропорт Денвера.

Я был там зимой 2003 г. на частной встрече топ-финансистов из сфер институциональных, хеджевых фондов и частных инвестиций для обсуждения следующего большого бума альтернативных инвестиций – проекта по объединению стратегий хеджевых фондов и частных инвестиций для оптимизации доходности с учетом риска.

Как обычно случается на таких встречах, у нас были паузы, чтобы выпить и познакомиться с другими гостями. Во время одного из таких перерывов я болтал с главой объединения держателей одного из крупнейших институциональных портфелей ценных бумаг в мире. Он расспрашивал меня о работе, и я вспомнил о том, как начинал в Citibank, временно проходя службу в Карачи.

Это было в 1980-х, вскоре после того, как иранский шах был свергнут с престола в ходе Иранской революции. Великий аятолла Хомейни стал верховным лидером и провозгласил Иран исламской республикой, руководствующейся принципами *шариата*, или исламского закона. Эта смена власти в Иране оказала давление на Пакистан и подняла его собственный исламский рейтинг. Пакистанский лидер Зия-уль-Хак издал

ряд религиозных законов, в том числе запрещающий банкам начислять проценты по кредитам (это запрещено шариатом).

У Citibank были крупные операции в Пакистане. Идея держать банк, не беря процентов, стала для руководства шоком. Меня назначили специалистом по шариату и помощником в конверсии операций Citibank из западной системы банковского обслуживания в исламскую.

Я прибыл в Карачи в феврале 1982 г. и приступил к работе. Глава Citibank в стране Шаукат Азиз, позднее премьер-министр Пакистана, время от времени подвозил меня в отель. В сезон дождей мы, бывало, неслись через затопленные улицы Карачи, забитые вездесущими украшенными автобусами и трехколесными маршрутными такси, проносившимися мимо разносчиков, сплевывающих ярко-красные орехи катеху, которые они жуют для опьянения.

По мере того как я рассказывал эти истории управляющему фондом, я заметил, как его лицо становилось напряженным, а взгляд серьезным. Он увлек меня в угол террасы, прочь от остальных гостей. Он наклонился и сказал *sotto voce*<sup>[25]</sup>: «Слушайте, похоже, вы многое знаете об исламской финансовой системе и освоились в Пакистане». Мои знания о стране несколько устарели, поскольку все это случилось несколько десятилетий назад, но все же я ответил: «Да, я над этим усердно работал. Я знаю исламскую банковскую систему».

Он наклонился и сказал: «Я помогаю ЦРУ в проекте, относящемся к финансированию терроризма. У них не так много опыта, и они ведут разъяснительную работу. Они просили меня по мере возможности помочь с поиском талантов. Если кто-то из управления свяжется с вами, вы ответите на звонок?» Я сказал: «Да».

Тем, кто слишком юн, чтобы помнить 11 сентября и последующие события, сложно описать смесь страха и патриотического пыла, охвативших нацию, особенно в районе Нью-Йорка, где многие потеряли друзей или членов семьи или знали тех, с кем это случилось. Мы все спрашивали себя, чем мы можем помочь. Единственный совет, который мы получили из Вашингтона, был таким: «Поезжайте в Disney World... возьмите с собой семью и наслаждайтесь жизнью»<sup>[26]</sup>. Здесь была возможность сделать что-то большее, чем отправиться на шопинг.

Несколькими днями позже в моем нью-йоркском офисе зазвонил телефон. Звонивший представился служащим отдела межнациональных вопросов управления разведывательной информации ЦРУ. Он спросил, не желаю ли я примкнуть к команде, рассматривающей аспекты

финансирования терроризма, а конкретно инсайдерские сделки в преддверии крупных терактов. Он готов отправить мне письмо с изложением сферы деятельности проекта. Я согласился, вскоре получил это письмо и в начале лета 2003 г. отправился в штаб-квартиру ЦРУ на встречу с остальными участниками команды проекта «Предсказание».

\* \* \*

Приходить в проект в разгар работы всегда сложно, поскольку ритм и культура команды уже сложились. Но я хорошо вписался, потому что был на Уолл-стрит дольше, чем многие из добровольцев, и обладал большим международным опытом, чем все, за исключением нескольких.

Моим первым вкладом в общее дело стало указание на то, что цель ЦРУ хеджевые фонды и так преследуют каждый день, но по другой причине. ЦРУ пыталось обнаружить трейдеров-террористов, тогда как хеджевые фонды старались выявить необъявленные поглощения. Но методы больших данных, применяемые к структуре торговых операций, были теми же самыми.

Выявление подозрительных сделок – это трехступенчатый процесс. Первый шаг – это установление базового уровня нормальной торговли с использованием таких показателей, как неустойчивость конъюнктуры, среднесуточный объем, соотношение опционов «пут/колл», общая сумма коротких продаж и импульс. Второй шаг – это отслеживание торговли и выявление аномалий относительно базового уровня. Третий шаг – проверка наличия открытой информации, объясняющей это изменение. Если акция резко подскакивает в цене, потому что Уоррен Баффет приобрел крупную позицию, это не аномалия, этого следовало ожидать. Вызывает интерес случай, когда акция подскакивает в цене при отсутствии новостей. Логический вывод состоит в том, что кто-то знает то, чего не знаете вы. Хеджевый фонд может не волноваться о происхождении скрытой информации, он может просто «упасть на хвост» сделки. Для ЦРУ наблюдение становится ключом к разгадке. И ставки выше.

Как и в каждом рабочем проекте, в «Предсказании» была команда энтузиастов-программистов и системных администраторов, разрабатывающих протоколы для безопасности, межсетевого взаимодействия и пользовательский интерфейс. Эта команда соединяла в себе кураж гаражного стартапа из Кремниевой долины и культуру энергичности и исполнительности ЦРУ в уникальном проекте по

упреждению терроризма с использованием той же информации, которую зритель каждый день видит на Bloomberg TV.

Кульминацией проекта «Предсказание» стали учения с условным противником в сентябре 2003 г. Привлечение условного противника – это классический способ проверить гипотезы и модели, набрав в качестве «врага» группу экспертов и затем попросив их разыграть сценарии, созданные для обнаружения недочетов в первоначальных предположениях ЦРУ.

Члены нашей команды условного противника напоминали сборную Кубка профессионалов: звезды фондовой биржи из крупнейших банков, хеджевых фондов и институциональные инвесторы мирового масштаба, а также несколько выдающихся ученых. Кроме Джона Малхирна в команду входили Стив Левит, профессор Чикагского университета и автор «Фрикономики», Дэйв «Давос» Нолан, миллиардер из хеджевого фонда, и члены руководства Morgan Stanley, Deutsche Bank и Goldman Sachs. В печальные дни после 11 сентября отклик частных лиц на просьбы о помощи вдохновлял. Делались тысячи звонков с просьбой о профессиональной консультации, и ни один человек не отказал. Возникла неловкость, когда один из глав компаний Уолл-стрит спросил, не может ли он прибыть в ЦРУ на частном вертолете и совершить посадку на территорию в Лэнгли, но его вежливо уведомили, что это не представляется возможным.

Команда условного противника получила сценарий теракта, ее попросили мыслить как террористы и продумать способ торговать на основе инсайдерской информации. Мы хотели спрогнозировать, на каких рынках они будут торговать, за какое время до атаки начнут совершать сделки, каков будет размер этих сделок и как они запланируют скрыться с деньгами. Весь этот практический опыт будет объединен против теоретических результатов проекта «Предсказание», и мы увидим, на верном ли мы пути и могут ли предложенные нами системы уловить то, что на самом деле замышляют наши специально назначенные злоумышленники.

Задания и планы выполнялись индивидуально, за пределами управления, они представляли собой что-то вроде домашнего задания. Результаты были заслушаны на общем собрании группы в штаб-квартире ЦРУ прохладным днем в конце сентября 2003 г. Слушание длилось целый день. Знатоки от инвестирования получили удовольствие от возможности побыть злоумышленниками и атаковали наши модели и предположения.

Наиболее нестандартный подход продемонстрировал Джон Малхирн.



Он сказал, что не стал бы совершать сделок до атаки, но подождал бы момента и начал инсайдерскую торговлю *после* нее. Он знал, что рынки могут медленно реагировать и что экстренные сообщения часто искажают события или дают обрывочную информацию. Это дает окно в полчаса или около того после нападения, когда террористы могут заняться инсайдерской торговлей, пока рынки изо всех сил стараются осмыслить события, происходящие вокруг. Красота сделок после атаки заключается в отсутствии демаскирующих записей. Власти могут даже не обнаружить эту часть хронологии. Этот подход полностью отражал действительное поведение Малхирна 11 сентября, как он впоследствии рассказал нам.

Несмотря на такую креативность, действия нашей команды условного противника, похоже, подтверждали теории команды «Предсказания» касательно того, как будут себя вести настоящие террористы. Мы смоделировали террористическую торговлю от начала до конца, прогнозируя, что трейдерами-инсайдерами будут не сами террористы, а скорее члены их окружения. Мы также заключили, что инсайдерская торговля, вероятнее всего, будет осуществляться на рынке опционов менее чем за 72 часа до атаки для минимизации риска обнаружения.

Мы также разработали систему аварийной сигнализации, создав список из четырехсот наиболее вероятных целевых активов. Базовый уровень режима активов был запрограммирован, так что аномалии хорошо определялись. Мы создали автоматизированный интерфейс контрольной панели, который делил рынки на сектора и отображал котировки красным, желтым или зеленым цветом, обозначая вероятность инсайдерской торговли. Система была полной, от регистрации террористов до агентов, выбивающих дверь террориста с ордером на арест в руке.

К концу 2003 г. мы приближались к завершению стратегической разработки. Было немного грустно, потому что мозговой центр Уолл-стрит нас покидал. Учитывая количество вовлеченных в проект людей и уровень их таланта, казалось невероятным, что в ближайшее время в ЦРУ соберется еще одна подобная группа. Полные записи отработок заданий команды условного противника были собраны и добавлены к нашему основному архиву проекта «Предсказание».

Наша работа еще не была закончена, поскольку к началу 2004 г. проект «Предсказание» был готов создать прототип наблюдательного центра. Будучи объединена с прочими систематизированными источниками, система в идеале могла бы иметь возможность интерпретировать, скажем, клочок бумаги из кармана предполагаемого террориста в Пакистане. Слова «круизный лайнер», нацарапанные на нем, будут объединены с красным

сигналом из наблюдательного центра по публичной акционерной компании, такой как судоходная компания Carnival Cruise Lines, для подкрепления вероятности запланированной атаки на судно Carnival. Каждая улика знаменательна, но их комбинация убедительнее в геометрической прогрессии.

Мы обнаружили инвестора для своего проекта в одном из самых неожиданных углов вселенной ЦРУ. Это была фирма под названием In-Q-Tel, основанная в 1999 г., чтобы позволить ЦРУ получить доступ к новейшим технологиям, рождающимся в стартапах Кремниевой долины. Нет более быстрого пути проникнуть в сферу инноваций, чем появиться с чековой книжкой готовым поддержать новый технологический прорыв. In-Q-Tel представляли как независимую компанию на ранней стадии с венчурным капиталом, которую – так случилось – финансирует ЦРУ.

## MARKINT

С финансированием уменьшенной команды фирмой In-Q-Tel проект «Предсказание» формально завершился, и наша группа вступила в новую фазу под названием MARKINT, сокращенно от «маркетинговая разведка» (market intelligence). Это была новая ветвь разведки, объединявшая в своем подчинении агентурную разведку (HUMINT), радиоэлектронную разведку (SIGINT) и краткий перечень других – INTов. MARKINT стала новой вехой в долгой истории сбора разведданных.

В течение 2004-го и 2005 гг. команда улучшала поведенческие модели, создавала код и сеть, необходимые для работающего прототипа. Помимо Рэнди Таусса из ЦРУ нашими партнерами были Ленни Рэймонд, стратегический технический специалист, и Крис Рэй, блестящий прикладной математик и теоретик причинной зависимости.

Моя роль заключалась в том, чтобы предоставлять рыночный практический опыт, осуществлять поведенческое моделирование и отбор целей. Крис создавала алгоритмы и обработчик сигналов. Ленни соединял все это воедино при помощи крутого пользовательского интерфейса. Рэнди преодолевал ловушки внутри ЦРУ и следил за тем, чтобы мы получали финансирование и поддержку.

Вместе мы делали нашу работу по обману фондовых рынков, так же как известная особо секретная тюрьма в Калифорнии, где разрабатывались и строились в высшей степени засекреченные шпионские самолеты. К началу 2006 г. система работала и сигналы начали поступать.

Результаты работы системы превзошли наши ожидания. Мы регулярно собирали сигналы, свидетельствующие об инсайдерской торговле. Они поступали от постоянных игроков рынка, пока ничто не указывало на то, что инсайдерская торговля имеет отношение к терроризму. У нашего проекта не было полномочий на законное принуждение, так что мы просто передавали эти случаи на рассмотрение Комиссии по ценным бумагам и биржам, а в остальном игнорировали их. Мы называли это политикой бесплатного шопинга. Мы охотились на террористов и оставляли обычных мошенников с Уолл-стрит другим.

В понедельник 7 августа 2006 г. в системе зажегся красный сигнал по American Airlines на начало торгов. Красный свет был способом засечь сигнал в море секторов на контрольной панели. Данные в основе сигнала показывали, что он исключительно мощный, что-то вроде землетрясения на 8 баллов по шкале Рихтера. Быстрое изучение новостей показало: об American Airlines абсолютно ничего не говорилось. У акций не было причины вести себя таким образом – это верный знак инсайдерской торговли на основе новостей, еще не ставших известными. В тот день обработчиком сигнала управляла Крис Рэй, она прислала мне электронное письмо, где говорилось: «Сегодня случилось событие, вероятно, имеющее отношение к терроризму. Мы получили отчетливый красный сигнал на момент начала торгов по AMR (American Airlines)...» Крис и я очень внимательно относились к документированию и временно?му фиксации сигналов и результатов анализа в режиме реального времени. Мы оба знали, что если случится теракт, будет не очень правдоподобным смотреть на записи задним числом и найти что-то наводящее на размышления. Мы хотели видеть вещи заранее и записывать их, чтобы доказать ценность обработки сигналов.

И вот день наступил и прошел, за ним следующий, и никаких новостей о какой-либо террористической угрозе не было. Сигнал начал выглядеть как ошибочное срабатывание.

На третий день после сигнала, в четверг 10 августа, я писал в библиотеке в 2 часа ночи – вполне обычное для меня рабочее время. Маленький телевизор на книжной полке в паре метров от моего стола был настроен на CNN с выключенным звуком. Я взглянул на него и заметил бегущую строку «Экстренное сообщение» внизу экрана, а также изображения лондонских бобби, которые задерживают подозреваемых и выходят из зданий с коробками документов и компьютерами. Бегущая строка говорила, что Новый Скотленд-Ярд раскрыл террористический заговор, касающийся взрыва самолетов.

Я быстро включил звук, чтобы получить доступную информацию. В Лондоне был день, операция по освобождению самолетов длилась уже некоторое время, и теперь о ней широко сообщали. Стало известно, что заговор включал трансатлантические авиалинии, летающие из Лондона в США, и был нацелен на те, на борту которых с наибольшей вероятностью будет большинство американских граждан. Первоочередной целью были American Airlines, хотя, очевидно, угрозе подвергалось большое количество самолетов.

Я знал, что Крис – сова, как и я, и, несмотря на поздний час, позвонил ей домой. Она не спала. «Крис, – быстро сказал я, – включай телевизор, ты не поверишь, что происходит». Она так и сделала и уяснила значение происходящего немедленно. Террористический заговор против American Airlines был раскрыт менее чем через 72 часа после того, как мы обнаружили инсайдерскую торговлю акциями AMR. И вот что делало ситуацию еще более злободневной: мы осознали, что заговор разворачивался точно в те самые временные рамки, что установлены нашим поведенческим моделированием.

Конечно, наш сигнал не имел ничего общего с предотвращением заговора. Британские разведывательные подразделения МИ-5 и МИ-6 с помощью ЦРУ и Межведомственной разведки – разведывательной службы Пакистана – несколько месяцев держали этот заговор под наблюдением. 4 августа организатор заговора Рашид Рауф был арестован в Белуджистане. Этот арест побудил террористов ускорить приближение момента атаки. Президента Буша информировали об этом заговоре на его ранчо в Крофорде, штат Техас, 5 августа.

Террористы получили зашифрованный сигнал к началу акции 6 августа. Это сообщение было перехвачено МИ-6 и передано Элайзе Мэннингем-Буллер, главе МИ-5. Именно этот сигнал о начале операции привел МИ-5 и Новый Скотленд-Ярд к началу арестов, которые мы видели на CNN 10 августа.

Точно так же, как мы с Крис не знали заранее о деталях заговора, заговорщики не знали о том, что их вот-вот арестуют. Вместо этого один из пособников террористов из их лондонского круга общения проснулся в понедельник 7 августа и начал совершать сделки по American Airlines, которые, как снежный ком, выросли в высшей степени необычный образец поведения, который и зажег красный огонек на нашей контрольной панели. Кто-то делал ставку наверняка, в точности так, как предсказывало наше поведенческое моделирование.

Тот факт, что наш обработчик сигнала выдал предупреждение,

громкое, ясное и *предшествующее* британскому заговору касательно самолетов, вскоре привлек внимание высочайших уровней разведывательного общества США. 2 февраля 2007 г. я получил электронное письмо от Рэнди Таусса о том, что исполнительный директор ЦРУ Майк Морелл хочет видеть Крис и меня, чтобы обсудить обработчик сигнала и статус MARKINT. Встреча должна была состояться 14 февраля, что давало нам время подготовить информационную справку.

Морелл работал в ЦРУ с 1980 г., и его карьера была овеяна славой. Он был наиболее известен тем, что сопровождал Джорджа Буша 11 сентября, когда президент перелетал на борту № 1, тогда как Дик Чейни, Джордж Тенет и другие занимали командные пункты в Вашингтоне и Лэнгли. Позднее Морелл стал и.о. директора ЦРУ после внезапного ухода в отставку Дэвида Петреуса в 2012 г., перед тем как уйти на пенсию из управления в 2013 г.

На момент нашей встречи в 2007 г. Морелл подчинялся тогдашнему директору Майклу Хайдену. Другие высшие чины разведки были приглашены присоединиться к нашему докладу по MARKINT в офисе Морелла. Это должна была быть самая высокопоставленная аудитория в истории проекта.

Рэнди в электронном письме также замечал, что на встречу придет кто-то из юридического департамента ЦРУ. Не было сомнений, что наш проект имел законодательные аспекты, включая соображения неприкосновенности частной жизни, и его полное внедрение требовало координации с ФБР, поскольку ЦРУ – это не внутринациональный орган правопорядка. Мы провели огромное количество времени над этими вопросами и знали, насколько они деликатны. Однако было неочевидно, зачем Мореллу нужны были юристы под рукой на предварительном докладе о новой контртеррористической системе.

Офис Морелла был просторным по меркам ЦРУ, со светлыми окнами, большим рабочим столом у дальней стены и столом для совещаний сразу за дверью. Повсеместная черта офисов в Вашингтоне – это фотографии в рамках, изображающие хозяина кабинета вместе с влиятельными персонами. У Морелла они тоже были, но не такие, как у всех. Вместо типичного снимка среднего плана вдвоем на знаковом событии у Морелла были черно-белые мрачноватые снимки его и президента в Овальном кабинете, склонившихся над документами в напряженном обсуждении, возможно, сделанные во время ежедневного доклада президенту, на котором сообщалась наиболее деликатная и в высшей степени секретная информация мира. Если фото имели целью впечатлить посетителя, они

свою задачу выполняли.

Крис, Рэнди и я заняли места за столом для совещаний. Другие высокопоставленные лица были уже на месте, и Морелл поднялся из-за рабочего стола, чтобы присоединиться к группе. Атмосфера была доброжелательной, но деловой, даже напряженной. Крис и Рэнди доложили группе об истории проекта «Предсказание» и возможностях обработчика сигналов. Как у единственного юриста в команде MARKINT моя работа состояла в том, чтобы кратко сформулировать юридические основания наших разработок и реальные гарантии сохранения тайны частной жизни.

Через несколько минут после начала презентации юрист управления прервал меня и сказал: «Послушайте, ребята, мы обеспокоены тем, что вы делаете. Вы тщательно изучаете записи о сделках и передаете информацию Комиссии по ценным бумагам и биржам. ЦРУ – это не орган правопорядка. Нас это не устраивает».

Я парировал, что мы не используем индивидуальную информацию о сделках, но основываемся на открытом источнике – материалах о биржевых курсах, доступных любому; я сказал им, что это не сильно отличается от просмотра телепрограмм. Что до передачи информации в Комиссию по ценным бумагам и биржам, я сказал, что мы просто сознательные граждане, и если управление хочет, можем полностью прекратить эту практику. Комиссия по ценным бумагам и биржам создает собственную похожую систему и в будущем в любом случае не будет зависеть от нас. Соображения юриста выглядели как отвлекающий маневр.

Морелл подался вперед. «То, чем мы действительно озабочены, – это репутация. Вы, ребята, возможно, делаете все правильно, но The New York Times может представить это в другом свете – «ЦРУ роется в накопительных пенсионных счетах 401(k)<sup>[27]</sup> американцев». В настоящий момент мы не можем пойти на этот риск».

Озабоченность Морелла не была необоснованной. The New York Times уже скомпрометировала национальную безопасность, вскрыв доступ разведывательного ведомства к банковским сделкам в платежной системе SWIFT в Бельгии. SWIFT – это мозговой центр международной банковской системы, и он был крупным источником информации о финансах террористов, но статья Times перенаправила нелегальное террористическое финансирование в широко известные сети под названием «хавала» и «липовые» подставные компании.

ЦРУ также находилось в центре новостного угара по поводу ужесточения методов допроса, таких как пытки, имитирующие утопление. Последнее, что им было нужно, – еще одно пятно на репутации в глазах

СМИ, пусть даже программа была эффективна и законна.

Я сказал Мореллу, что мы прекратим отправлять информацию в Комиссию по ценным бумагам и биржам, и предложил предоставить ему технические спецификации, необходимые, чтобы удостоверить управление, что информация, которую мы используем, взята из открытых источников и не содержит никаких частных данных. Он поблагодарил меня, и на этом встреча закончилась. И только позднее я понял, что MARKINT, во всяком случае для ЦРУ, только что стал мертвой буквой.

Когда проект «Предсказание» только начинался, я заметил Рэнди Тауссу, что команда делает невероятную работу, и контртеррористическая система, которая сможет предотвращать демонстративные нападения, кажется делом достигаемым. Рэнди, ветеран с 35-летним опытом работы в управлении, улыбнулся и сказал: «Джим, давай я расскажу тебе, как здесь делаются дела. Мы сделаем замечательную работу, и эта штукавина будет творить чудеса. А потом все закончится ничем, и ее положат на полку. Однажды случится демонстративная атака, и будет выявлено, что ей предшествовала заблаговременная инсайдерская торговля. Управление достанет нашу работу с полки, стряхнет с нее пыль и скажет: «Смотрите, у нас есть решение. У нас есть система, которая в следующий раз сможет это засечь». Эта система получит миллионное финансирование и будет построена такой, как мы хотим. Но будет уже слишком поздно, чтобы спасти жизни в следующей атаке».

К сожалению, слова Рэнди оказались провидческими: MARKINT действительно положили на полку. Но мы все еще чувствовали, что обработчик сигнала может сыграть значительную роль, даже не под крышей ЦРУ. Если гражданские служащие не проявляют особого интереса, у нас есть еще один бласт – министерство обороны. Пентагон обладает громадными ресурсами, минимальным числом оперативных ограничений и наиболее прогрессивным складом ума. Должности старших офицеров заполнены инженерами, кандидатами наук и многими другими экспертами – дипломированными историками, лингвистами и специалистами по стратегическому планированию. В конце концов, это ветвь власти, которая может заявить права на Агентство передовых оборонных исследовательских проектов (DARPA), которое изобрело системы, приведшие к появлению Интернета и Всемирной паутины.

Таким образом, наши контакты с Пентагоном развивались в 2007-м и 2008 гг., как раз в то время, когда гражданское разведывательное сообщество отвернулось от результатов нашего труда. Однако для того, чтобы расширить это взаимодействие, сам MARKINT должен был

эволюционировать. Крис Рэй и я с ранних стадий были уверены, что MARKINT – это не просто инструмент для борьбы с терроризмом. Если можно обнаружить следы террористов на фондовых рынках, почему его нельзя задействовать, чтобы отслеживать экономическую деятельность диктаторов, стратегических конкурентов и других государственных субъектов? Все, что нам нужно сделать, – откалибровать обработчик сигналов, чтобы он нацеливался на конкретные целевые портфели ценных бумаг.

Ориентируясь на эту более масштабную цель, Крис и я начали искать другие явления, помимо инсайдерской торговли акциями. Один из тех, что мы обнаружили, – это перевод долларового резерва Венесуэлы в золото; это предвещало войну Уго Чавеса с долларом и его последующее требование, чтобы золото Венесуэлы было возвращено на родину из сейфов Лондона.

Мы получили возможность показать наши системы военной аудитории в декабре 2007 г., когда мы представили обработчик сигналов MARKINT стратегическому командованию США в Омахе, штат Небраска. Участниками этой встречи, кроме военных в униформе, были и гражданские ученые. Мы продемонстрировали, как систему можно использовать для раннего предупреждения атак на доллар США и на попытки разрушить рынки страны.

Внезапно технология предстала в новом свете. Безусловно, мы не были одиноки, но видели будущее приемов ведения войны. Это не войны с применением кинетического оружия, но войны, ведущиеся на неограниченном поле боя, включающие в себя химическое и биологическое оружие, кибероружие и, в нашем случае, оружие финансовое.

Пентагону становилось понятно, что превосходство США в обычном воздушном, наземном или водном сражении заставляет наших соперников искать новые пути противостояния. Войны будущего будут вестись на расширенном поле боя, включающем в себя акции, облигации, валюты, биржевые товары и деривативы. Наш обработчик сигналов был прекрасным устройством раннего обнаружения.

Вспомните избитую фразу: *«Никто не торгует в одиночку»*. На каждого покупателя есть продавец. Если одна из сторон сделки угрожает национальной безопасности, эта сделка оставит след, которого враг не намеревался оставлять. Враждебный торговец подобен рыбе, плывущей в воде; он оставляет рябь. Даже если рыба невидима, можно заметить рябь и предположить присутствие рыбы. Прогрессивно мыслящие участники той встречи в Омахе поняли, что наш обработчик сигналов может засечь рябь и что мы изобрели превосходное устройство раннего обнаружения.



Наконец у MARKINT должно было появиться будущее. Он будет не узкоспециализированным инструментом борьбы с терроризмом, который мы собирались создать, но скорее универсальной системой, чем-то вроде рыночного радара, который создан для обнаружения входящих финансовых угроз. MARKINT вырос. Наша команда и технология теперь вступали на новую, более крупную арену финансовой войны.

## Глава 2. Лик бога войны

*...если... в компьютерном зале или на фондовой бирже возможно начать войну, которая повлечет за собой гибель врага, где теперь нет поля боя? Если юноша, приступая к выполнению своих приказов, спросил бы сегодня «Где поле боя?», ответ был бы «Везде».*

*Полковник Цяо Лян и полковник Ван Сянсуй  
Народная освободительная армия Китая. 1999 г.*

*Сейчас наши враги также ищут возможность вывести из строя наши... финансовые учреждения... Мы не можем оглянуться на прошлое спустя много лет и удивиться, почему не делали ничего перед лицом реальных угроз нашей безопасности и нашей экономике.*

*Президент Барак Обама Вашингтон, округ Колумбия. 12 февраля 2013 г.*

## Война будущего

Одна из целей войны – это ослабить энтузиазм врага и его экономический потенциал. Это может прозвучать удивительно, но в деле выведения из строя противника уничтожение благосостояния путем атаки на рынок может оказаться более эффективным, чем затопление вражеских кораблей. Финансовая война – это будущее приемов ведения войны, и никто не трудится усерднее над тем, чтобы видеть будущее, чем руководящий работник министерства обороны Энди Маршалл.

Сидящий за столом в защищенном конференц-зале Пентагона дождливым осенним утром сентября 2012 г. Маршалл подался вперед. Вокруг стола сидели три известных инвестиционных менеджера, три официальных представителя Комиссии по ценным бумагам и рынкам и несколько специалистов-ученых, а также подчиненные Маршалла. Наша тщательно отобранная группа обсуждала финансовую войну.

«Это интересно», – сказал Маршалл. Его комментарий после часа полного молчания с его стороны вызвало не что иное, как наше обсуждение накопления Китаем запасов золота и его возможное использование как финансового оружия в деле подрыва обменного курса доллара.

Энди Маршалла звали «мистер Маршалл» даже его подчиненные в знак уважения, и, будучи в возрасте 92 лет, он заслуживал почтения. Его официальное звание звучало как «директор управления общих оценок секретариата министра обороны США». Неофициально он был главным футурологом Пентагона; человеком, ответственным за то, чтобы заглядывать за горизонт и оценивать угрозы национальной безопасности США задолго до того, как остальные даже узнают о том, что такие угрозы существуют. Маршалл занимал эту должность с 1973 г., в ходе работы восьми президентских администраций.

Его вовлечение в стратегию национальной безопасности случилось даже раньше, в 1949 г., когда он присоединился к корпорации RAND – самому первому независимому исследовательскому центру. Список его бывших подчиненных и протеже включает Германа Кана, Джеймса Шлезингера, Дона Рамсфелда, Дика Чейни, Пола Вулфовица и других гигантов политики национальной безопасности последних 80 лет. Только покойный Пол Нитце может сравниться с Маршаллом с точки зрения глубины и широты влияния на стратегические вопросы в период после Второй мировой войны.

Если Маршалл не настолько хорошо известен широкой публике, как те персоны, с которыми его сравнивают, это сделано намеренно. Он практически никогда не дает интервью и не произносит речей, он также не появляется на публике, а его работы в высшей степени засекречены. На встрече он ведет себя подобно сфинксу, в течение долгих тирад слушая в полном молчании, и время от времени бормочет несколько слов, которые показывают, что он все усвоил и сейчас думает на три хода вперед.

Тогда как большинство американцев не слышали об Энди Маршалле, о нем слышали китайские военные. Маршалл был ведущим теоретиком «революции в военном деле», или RMA, который предсказал радикальные перемены в вооружении и стратегии, основывающиеся на мощном влиянии компьютеров. Высокоточные управляемые боеприпасы, крылатые ракеты и беспилотные летательные аппараты – все они часть RMA. Генерал Народной освободительной армии Чэнь Чжоу, основной автор нескольких недавних китайских стратегических информационных документов, сказал в интервью The Economist: «Мы самым тщательным образом изучили RMA. Наш великий герой – Энди Маршалл из Пентагона... Мы перевели каждое

написанное им слово»<sup>[28]</sup>.

Маршаллу не в новинку потенциальное противостояние с Китаем. На самом деле он главный разработчик основного боевого плана США по войне с Китаем в западной части Тихого океана. Этот секретный план под названием «Битва в воздухе и на море» включает в себя выведение из строя наблюдающего оборудования и крылатые ракеты, за которыми последуют массированные силы авиации и нападения на море<sup>[29]</sup>.

Однако в нашем случае Маршаллу докладывали не о кинетическом оружии или тактике ведения боя в небе и на море. Он слушал о государственных инвестиционных фондах, тайном приобретении золота и потенциальных угрозах национальной безопасности, вызванных политикой Федеральной резервной системы США.

Китаю принадлежит более 3 трлн долл. инвестиций в долларах США, и каждое снижение стоимости доллара на 10 %, предпринимаемое ФРС, означает перекачку из Китая в США 300 млрд долл. реального благосостояния. Неясно, как долго Китай будет терпеть это нападение на свое накопленное богатство. И если Китай не в состоянии одержать победу над США в воздухе или на море, он способен атаковать через фондовые рынки.

Угрозы, обсуждавшиеся с Энди Маршаллом в тот день, полностью согласовывались с китайской военной доктриной. Доктрина неограниченных методов ведения войны, включая финансовую войну и киберметоды, восходит еще к 1995 г. В тот год генерал-майор Ван Пуфэн, бывший директор по стратегическим вопросам Пекинской академии военного дела, опубликовал работу под названием «Вопросы информационных методов ведения войны» (The Challenge of Information Warfare)<sup>[30]</sup>. Отдав дань уважения Энди Маршаллу в начале статьи, Ван продолжил:

«В ближайшем будущем информационные методы ведения войны будут контролировать форму и будущее войны. Мы видим эту тенденцию развития информационных методов ведения войны и воспринимаем их как движущую силу модернизации военной и боевой готовности Китая. Эта тенденция имеет в высшей степени важное значение для достижения победы в войнах будущего»<sup>[31]</sup>.

Народная освободительная армия Китая сделала эту доктрину еще более явной в книге 1999 г. под названием «Неограниченные методы

ведения войны» (Unrestricted Warfare)<sup>[32]</sup>. Тактика неограниченных методов ведения войны включает в себя многочисленные способы атаковать врага без применения кинетического оружия, такого как снаряды, бомбы или торпеды. Подобные устройства включают оружие массового уничтожения, которое распыляет биологические, химические или радиоактивные вещества, чтобы вызвать жертвы среди гражданских лиц и запугать население. Другие примеры неограниченных методов ведения войны включают кибератаки, которые могут посадить на землю самолеты, открыть шлюзы, вызвать отключения электроэнергии и Интернета.

Недавно к списку асимметричных угроз, впервые озвученных Ваном и другими, добавились финансовые атаки. В книге «Неограниченные методы ведения войны» об этом говорится в главе под названием «Лик бога войны стал неопределенным» (The War God's Face has become Indistinct). Это было написано вскорости после азиатского финансового кризиса 1997 г., который вылился в мировую финансовую панику 1998 г. Большая часть потрясений Азии возникла вследствие западных банкиров, которые внезапно забрали свои «горячие» деньги из банков развивающихся азиатских рынков. В основе этого потрясения лежал дурной совет МВФ, где преобладают западные страны, и, с точки зрения Азии, это паническое бегство в целом выглядело как заговор Запада в целях дестабилизации их экономик. Нестабильность была достаточно серьезной, с восстаниями и кровопролитием, и распространилась от Индонезии до Южной Кореи. Враждебность дошла до криков и брани между президентом Малайзии Махатхиром и знатоком из хеджевого фонда Джорджем Соросом в ходе бесславного противостояния на ежегодном заседании МВФ в Гонконге в сентябре 1997 г.

Китай пострадал от этой паники меньше, чем остальные азиатские страны, но он изучил ситуацию и начал смотреть, как банки, работающие в связке с МВФ, могут подорвать гражданское общество и, возможно, вызвать смену власти. Одним из ответов Китая на кризис было накопление масштабного долларового резерва так, чтобы они не оказались уязвимыми для внезапного «бегства из банков» западных финансовых учреждений. Еще одним ответом была разработка доктрины финансовой войны. Уроки кризиса 1997-1998 гг. были резюмированы двумя китайскими военными лидерами в словах одновременно поэтических и пророческих:

«Экономическое благосостояние, которое когда-то вызывало постоянное восхищение западного мира, сменилось депрессией, как листья дерева уносит за единственную ночь осенний ветер... Более того, это поражение на экономическом фронте ускоряет грядущий крах социального

и политического устройства»<sup>[33]</sup>.

Китайцы нас опережают: их доктрина стратегических финансовых методов ведения войны возникла в 1999 г. как ответ на азиатское финансовое потрясение 1997 г. Для сравнения: размышления США о финансовых методах не обретали конкретной формы еще 10 лет, до 2009 г., тогда они стали реакцией на еще более сильный шок, мировую финансовую панику 2008 г. К 2012 г. как Китай, так и США предпринимают серьезные попытки разработки стратегических и тактических доктрин финансовых методов ведения войны. Именно в этой ситуации наша группа собралась доложить Энди Маршаллу и его команде о возникающей угрозе.

\* \* \*

Финансовые методы ведения войны имеют и наступательный, и оборонительный аспект. Наступательный включает злонамеренные нападения на финансовые рынки врага, предназначенные для подрывания торговли и разрушения благосостояния. Оборонительный включает раннее обнаружение атаки и быстрый ответ, такой как закрытие рынка или перехват сообщений противника. Наступление может состоять либо из первого разрушительного удара, либо из второго ответного. В теории игр наступление и оборона сливаются воедино, поскольку второй ответный удар может быть достаточно разрушительным, чтобы удержать от нанесения первого. Эта аргументация была той же доктриной, разрабатывать которую помог Энди Маршалл в сценариях ядерной войны в ходе холодной войны в начале 1960-х. Доктрина была названа «Гарантированное взаимное уничтожение» (Mutual Assured Destruction), или MAD<sup>[34]</sup>. Сейчас возникает новая доктрина Гарантированного взаимного финансового уничтожения. Согласно Энди Маршаллу, финансовое оружие ново, а теория удержания – нет.

Разграничение оборонительных и наступательных мощностей в финансовых методах ведения войны – это не единственная дихотомия. Есть также разграничение между физическими целями, такими как компьютеры на биржах, и виртуальными, такими как деловые взаимоотношения. Виртуальные цели включают ведение бизнеса, основанное на доверии. Кажущееся честным предприятие может завоевать доверие с помощью терпеливого повторяющегося совершения сделок, и затем внезапно обмануть это доверие, заполнив трейдинговую систему злонамеренными

манипулятивными заказами.

Физические цели состоят из широкой сети серверов, сетевых коммутаторов, оптоволоконного кабеля и других каналов передачи сообщений, а также самих предпосылок сообщений. Для технических специалистов по обмену данными или врага несложно увидеть, что обрыв одного звена электронной цепи посредством саботажа или хакерской атаки может породить хаос и повлечь закрытие рынка, хотя бы временное. Более массированные атаки могут закрыть рынок на недели и даже месяцы в зависимости от степени повреждений.

Финансовый ледниковый период 2008 г. был не актом финансовых методов ведения войны, но он на деле продемонстрировал правительству США сложность и уязвимость мировой финансовой системы. Примерно 60 трлн долл. благосостояния были уничтожены в период от пика в октябре 2007 г. до низшей точки падения в марте 2009 г. Если такую катастрофу могли породить инструменты столь безобидные, как ипотечные кредиты, вообразите, насколько больший вред могут нанести злонамеренные рыночные манипуляции, срежиссированные специалистами, которые точно знают, как работает система.

Благодаря Маршаллу и другим растет осведомленность о том, что хорошо срежиссированная киберфинансовая атака может быть столь же разрушительной, как и любое традиционное военное нападение.

### **Сценарий враждебного хеджевого фонда**

Хеджевый фонд – прекрасное прикрытие для разведывательной операции. Если враждебный трейдер учреждает легальное предприятие, такое как хеджевый фонд, оно может открыть счета у крупнейших клиринговых брокеров и вести торговлю обычного образца. Злонамеренный трейдер не должен физически уничтожать систему, чтобы вести атаку. Такая торговля может продолжаться не один год, поскольку предприятие становится миной замедленного действия на фондовых рынках. Со временем клиринговые брокеры начнут воспринимать это предприятие как приоритетного клиента – источник крупных комиссионных – и предоставлять ему все более крупные кредитные линии.

Хеджевые фонды – это также классическая разведывательная операция по сбору информации, которая стремится к информационному преимуществу на постоянной основе. Методы работы, используемые для сбора информации разведывательными агентствами и хеджевыми фондами,

сходны. Посещение профессиональных конференций на высшем уровне – это один из способов собрать сеть специалистов и проникнуть в конфиденциальную информацию о новых продуктах или изобретениях. Инвестирование в компанию дает доступ к управлению. И трейдеры фондов, и агенты разведки стремятся к этому. Для хеджевых фондов целью является приобретение торгового преимущества, такого как заблаговременный взгляд на новый продукт, который повлияет на курс акций. Для разведывательных служб цель – осведомленность о технологических разработках, которые влияют на относительную экономическую мощь стран-соперниц.

Хеджевый фонд – «мина замедленного действия» – может построить тесные взаимоотношения с многими брокерами по всему миру, так что его покупательная способность в сотни раз будет превышать его капитал, если принимать во внимание все кредитные линии и условную стоимость деривативов. Но по приказу враждебного финансового командования связи фонда могут стать разрушительными. Приказы продавать конкретные акции, например Apple, Google и других широко известных фирм, могут повлечь за собой поток и разорить крупных рыночных игроков и покупателей. Снижение цены может начаться медленно и наращивать обороты, пока не перерастет в полноценную рыночную панику. Механизмы замыкания цепи могут быть исключены, но избыточное предложение не снизится. Телевизионные бизнес-каналы подхватят историю, и паника будет нарастать.

Для враждебных трейдеров не существует будущего. Они не беспокоятся об оплате своих сделок в короткий срок или об убытках при переоценке портфеля ценных бумаг на основе текущих цен. Их капитал может уже возвращаться обратно в банки Пекина или Москвы без ведома клиринговых брокеров, обрабатывающих в этот момент заказы. Конечно, у фондовых рынков есть определенные механизмы защиты от кредитных рисков на следующий день, но так и не разработаны эффективные защитные механизмы, уберегающие от потерь в течение дня. Китайские или российские скрытые хеджевые фонды могут использовать эту слабость, разрушив доверие и репутацию, создававшуюся годами.

Злонамеренная атака не обязательно может быть направлена на рынки наличных товаров. В то время как атакующие могут продавать акции, они могут покупать опционы на продажу или продавать акции при игре на понижение в дилерских свопах, чтобы усилить избыточное предложение. Злонамеренный покупатель становится подобием вируса, поражающего рабочее место трейдера, вынуждая его усиливать переполох.



Еще один способ повысить воздействие – это начать атаку в день, когда рынки уже рушатся по независимым причинам. Атакующие могут подождать дня, когда индексы основных активов уже упадут на 2 %, и затем предпринять атаку в попытке столкнуть рынки до 20 % и более. Это может породить кризис, сравнимый с великим двухдневным крахом 1929 г., который знаменовал наступление Великой депрессии.

Те, кто осуществляет финансовую атаку, могут для увеличения ее эффективности использовать и психологические операции. В их число входит выпуск фальшивых новостей и запуск слухов. Истории о том, что глава ФРС похищен или что у министра финансов одной из крупных стран случился сердечный приступ, окажутся эффективными. Других историй о том, что один из банков высшего уровня закрылся или руководитель хеджевого фонда покончил жизнь самоубийством, будет достаточно. За этим последуют рассказы, что крупнейшие биржи испытывают «технические проблемы» и что распоряжения на продажу не были обработаны, а покупатели понесли значительные убытки. Для правдоподобности истории будут стилизованы так, чтоб напоминать события, которые действительно случались в недавнем прошлом. Ведущие СМИ подхватят эти рассказы, и сценарии нарастания паники начнут множиться.

Нью-Йоркская фондовая биржа и комиссия по ценным бумагам и биржам заявляют, что у них есть защитные механизмы, созданные для предотвращения подобной вышедшей из-под контроля торговли. Да, они созданы, чтобы притормозить разумных трейдеров, которые пытаются заработать денег и могут временами вести себя иррационально. Эти защитные механизмы включают в себя перерывы для рынков, позволяющие трейдерам оценить ситуацию и начать видеть сделки, которые можно совершить. В эти механизмы также входят маржевые требования, созданные для того, чтобы покрыть убытки при переоценке портфеля ценных бумаг на основе текущих цен и дать брокерам резерв против покупателей, которые отказываются платить.

Эти технологии смягчения финансовых последствий не остановят финансового воителя, поскольку он не ищет удачных сделок или выгод. Атакующий может использовать перерыв для добавления распоряжений на продажу в качестве второй волны наступления. Также эти техники безопасности в высокой степени полагаются на реальное участие заинтересованных сторон. Когда поступает маржевое требование, оно притормаживает законопослушного трейдера в силу необходимости предоставить наличные. Но злонамеренный трейдер проигнорирует это

требование и продолжит совершение сделок. Для злонамеренного трейдера дня уплаты по счетам не существует. Тот факт, что врага можно будет впоследствии обнаружить, также не становится сдерживающим фактором. США узнали о том, что японцы бомбят Перл-Харбор, *после* нападения, но не видели приближения атаки, пока их боевые корабли не утонули или не запылали.

Клиринговый брокер может закрыть злонамеренный счет, чтобы предотвратить дальнейшую торговлю, но это сместит рискованные позиции с хеджевых фондов на брокеров. Многие брокеры обанкротятся, и каскад банкротств пройдет рябью через всю финансовую систему и сделает многие клиринговые организации неплатежеспособными. Вся иерархия бирж, клиринговых организаций, брокеров и покупателей может оказаться на грани краха.

Хеджевый фонд – «мина замедленного действия» – может служить еще одной коварной цели, осуществляя разведывательные операции по сбору данных на протяжении многих лет до начала нападения. Аналитикам разведки в наши дни нужны не только государственные тайны. Экономическая разведка, в том числе планы по использованию природных ресурсов, изобретения в сфере энергетики, маршруты трубопроводов и прочие проекты настолько же ценны. Эта информация может влиять на рынки наличных товаров, финансовую стабильность, экономический рост и распределение ресурсов как в частном, так и в государственном секторе. О такой разведке не всегда знают первые лица государств, но о ней знают руководители, инженеры и разработчики частных компаний.

Когда тайный хеджевый фонд занимает существенную позицию в целевой компании, он может назначить встречу руководству компании. Доступ к руководству особенно легок в компаниях малого или среднего размера, которые получают меньше внимания от научно-исследовательских отделов разработчиков. Такие фирмы часто находятся на переднем краю новинок в конструировании спутников, 3D-технологий и формирования цифровых изображений. Доступ – это ключевой фактор. Сообразительные инвесторы подмечают подмигивания и кивки или интерпретируют намеки, чтобы вычислить сроки и природу новейших разработок. Это может продолжаться годами, пока тайный хеджевый фонд терпеливо заслуживает доверие, осуществляет оборот средств на своем счете, собирает информацию и выискивает уязвимые места. Затем фонд, как скорпион, по приказу своих государственных хозяев жалит.

Скептики полагают, что разведывательную или военную операцию под прикрытием хеджевого фонда легко обнаружить: брокеры строго

соблюдают правила запрета на отмыwanie денег и знания своего покупателя. Это возражение не выдерживает пристального рассмотрения. Необходимые технологии, позволяющие работать под прикрытием, включают подставные компании, так называемых «связных», тайных агентов, легенды и нагромождение компаний одна поверх другой, так что ничего не подозревающие координаторы не смогут обнаружить сторону, осуществляющую итоговый контроль.

Структура хеджевого фонда под прикрытием включает слои законных предприятий в странах с льготным налогообложением, предоставляющих враждебному спонсору глубокое прикрытие. Здесь требуется профессиональная помощь коррумпированных юристов или банкиров, которые нанимают невинных профессионалов для конкретной работы, такой как администрирование фонда. Директоров набирают в консультационных фирмах в офшорных зонах, которые предоставляют инвесторам административные средства обслуживания. Наличие невинных участников пищевой цепочки сбивает агентов контрразведки со следа.

Руководитель фонда под прикрытием наверняка работает в благоустроенном жилище в одном из всемирных центров вроде Цюриха или Лондона. Враждебные менеджеры – это высокообразованные профессионалы с бизнес-степенями Гарварда или Стэнфорда, которых иностранные разведывательные службы годами возвращали для выполнения подобных задач. Они получают опыт в программах профессиональной подготовки крупнейших банков, в местах наподобие Goldman Sachs или HSBC, образуя кадровый состав финансовых профессионалов – «мин замедленного действия», а затем им приходит тайное назначение возглавлять враждебные фонды.

Среди этих «мин замедленного действия» могут оказаться агенты разведки; перехват целенаправленных линий передачи информации может обнаружить некоторые моменты их работы. Но если враг построил структуру мудро, такие заговорщические хеджевые фонды практически необнаружимы извне, если их не предадут те, кто находится внутри. И возникает еще более серьезный вопрос: опасается ли сообщество национальной безопасности США вообще?

## **Мир в финансовой войне**

Если все это звучит надуманно, знайте, что китайцы – и прочие – уже ведут даже более тонкие виды финансовой атаки.

В январе 2011 г. The New York Times сообщила, что в 2010 г. Китай был чистым продавцом ценных бумаг казначейства США после того, как в течение нескольких лет был чистым покупателем<sup>[35]</sup>. Сообщение в Times назвало такую продажу странной, поскольку Китай все еще аккумулировал крупные долларовые резервы из своего активного сальдо торгового баланса и все еще покупал доллары, чтобы регулировать стоимость своей валюты. Подразумевалось, что Китай должен по-прежнему оставаться крупным покупателем бумаг казначейства, пусть официальные данные и показывают обратное. Times заметила, что в 2010 г. Великобритания стала крупнейшим мировым покупателем ценных бумаг казначейства США, и сделала вывод, что Китай «...перенаправил покупки на счета, управляемые британскими фондовыми менеджерами». Китай действительно использовал лондонских банкиров как прикрытие, чтобы продолжать приобретение ценных бумаг казначейства США, в то время как Пекин официально сообщал о том, что их продает.

Еще одну технологию, которую использует Китай, чтобы закамouflировать свои рыночные операции, The New York Times описала 20 мая 2007 г., когда Эндрю Росс Соркин первым обнаружил, что Китайская инвестиционная корпорация (CIC), еще один государственный инвестиционный фонд, согласилась приобрести на 3 млрд долл. активов Blackstone Group, влиятельной и закрытой частной инвестиционной компании, расположенной в США<sup>[36]</sup>.

Соучредителями Blackstone Group были бывший высокопоставленный чиновник администрации Никсона Питер Дж. Питерсон, позднее возглавлявший как Совет по международным отношениям, так и Федеральный резервный банк Нью-Йорка. Еще один соучредитель Blackstone – Стивен А. Шварцман, мультимиллиардер, который получил известность благодаря вечеринке по случаю 60-летия, прошедшей в Нью-Йорке в Арсенале седьмого полка 13 февраля 2007 г., всего за несколько месяцев до продажи Blackstone. Как сообщается, за тридцатиминутное выступление в ходе праздника Роду Стюарту заплатили 1 млн долл.<sup>[37]</sup> И вот Китай покупает себе место в первом ряду на вечеринку Blackstone, дающее доступ к высшему руководству и возможность соинвестировать грядущие сделки.

В июле 2007 г., незадолго до того как мировые фондовые рынки начали испытывать коллапс, который достиг высшей точки в панике 2008 г., Шварцман охарактеризовал свой стиль ведения дел. «Я хочу войны, а не серии стычек... Я всегда думаю о том, чтобы уничтожить другого

участника торгов»<sup>[38]</sup>. Речь шла об обычных финансовых операциях; о настоящей войне он помышлял в последнюю очередь. Однако он уже был пешкой в финансовой войне, более крупной по масштабу, чем позволял ему заметить его ограниченный кругозор. Самопровозглашенные граждане мира наподобие Шварцмана, которые воспринимают Нью-Йорк как питейный пункт в своем путешествии из Давоса в Далянь, могут думать, что настоящая война – это дело прошлого, даже нечто устаревшее. Подобные взгляды распространялись в конце 1920-х, даже когда дело шло к крупнейшей войне в истории.

Аналитики отзывались с похвалой: сделка CIC-Blackstone показала, что Китай хочет «...вложить свои обширные резервы, чтобы они работали за пределами Китая»<sup>[39]</sup>. Однако этот акцент на экспорт денежного потока пренебрегает импортом информации. Наивно предполагать, что информация о внутренней деятельности влиятельнейшей американской бизнес-машины не будет переправляться в политбюро Коммунистической партии Китая. Китайские командиры по инвестиционной финансовой экспертизе получают возможность взглянуть на конфиденциальную бизнес-информацию, в которой заинтересованы, – даже по сделкам, которые в конечном счете не совершаются. Цена покупки 3 млрд долл. может показаться огромной суммой Шварцману, но это только одна десятая процента резервов Китая; это все равно что уронить десять центов, имея 100-долларовую банкноту. Вторжение Китая к Шварцману и в Blackstone – это значительный шаг на пути к господству в Восточной Азии и к возможному противостоянию с Соединенными Штатами. Конечно, информационные каналы – это улица с двусторонним движением, и такие фирмы, как Blackstone, безусловно помогают разведывательным службам США важными сведениями о возможностях и намерениях Китая.

Соединенные Штаты – это не единственная потенциальная цель китайских финансовых методов ведения войны. В сентябре 2012 г. статья высокопоставленного китайского чиновника в коммунистический China Daily предлагала атаку на японский рынок ценных бумаг в качестве ответного удара на провокации Японии, включая оспариваемые островные территории в Восточно-Китайском море<sup>[40]</sup>. 10 марта 2013 г. китайцы взломали Резервный банк Австралии в попытке сбора разведывательных данных по острым вопросам дискуссий «большой двадцатки»<sup>[41]</sup>.

Действия Китая на рынках облигаций и частных инвестиций – это часть долгосрочного проекта действовать скрытно, проникать в критические узлы и при этом собирать ценную корпоративную

информацию. Эти финансовые проекты идут рука об руку со злонамеренными инициативами в киберпространстве и атаками на системы, контролирующие ключевую инфраструктуру, предпринятыми печально известным китайским подразделением военного шпионажа 61398. Объединение этих усилий будет полезным Китаю в грядущих столкновениях с Соединенными Штатами<sup>[42]</sup>.

\* \* \*

Когда дело доходит до киберметодов ведения войны, Соединенные Штаты не бездействуют; на самом деле кибернетические возможности США, вероятно, превышают китайские. Журналист Мэтью Эйд сообщил в 2013 г. об одной из наиболее конфиденциальных киберопераций США в Агентстве национальной безопасности<sup>[43]</sup>:

«...хорошо засекреченное подразделение Агентства национальной безопасности (АНБ)... под названием «Управление операций специализированного доступа», или ТАО, успешно внедрялось в китайские компьютерные и телекоммуникационные системы на протяжении почти 15 лет, поставляя одни из лучших и наиболее надежных разведывательных данных о том, что происходит внутри Китайской Народной Республики...

Для получения доступа к рабочему пространству ТАО внутри оперативного комплекса АНБ... требуется специальный секретный допуск. Дверь, ведущая в суперсовременный операционный центр, защищена вооруженной охраной – внушительная железная дверь, в которую можно войти, только введя шестизначный цифровой код на панели, а сканер радужной оболочки обеспечивает доступ за дверь только тем, кто получил специальный допуск секретности...

Миссия ТАО проста. Они собирают разведывательные данные по иностранным целям с помощью незаметного взлома их компьютеров и телекоммуникационных систем, раскрытия паролей, повреждения систем компьютерной безопасности, защищающих интересующие компьютеры, крадя данные, хранящиеся на жестких дисках компьютеров, и затем копируя все

сообщения и поток данных, проходящий через нужные системы электронной почты и передачи текстовых сообщений».

Шпионские оперативные подразделения наподобие ТАО куда как более изощренны, чем относительно простое сканирование электронных и телефонных сообщений, которое было обнародовано Эдвардом Сноуденом в 2013 г.

Уолл-стрит также улучшает свои компьютерные возможности, относящиеся к финансовому делу. 18 июля 2013 г. одна из отраслевых организаций рынка ценных бумаг спонсировала финансовую военную игру под названием Quantum Dawn 2, в которой приняли участие более 500 представителей примерно 50 компаний и государственных учреждений<sup>[44]</sup>. Игра Quantum Dawn 2 была нацелена в первую очередь на предотвращение нападений, которые призваны подрывать нормальную торговлю. Будучи полезной, она была недостаточной для подготовки к более изощренному виду атаки, которая будет скорее имитировать, чем подрывать системы регистрации заказов.

Китай – это не единственная крупная сила, ведущая финансовую войну. Подобные методы ведения войны применяются сейчас в противостоянии Соединенных Штатов и Ирана, поскольку США стремятся дестабилизировать иранский режим, запретив ему доступ к крупнейшим платежным сетям. В феврале 2012 г. США запретил Ирану использовать долларовые системы расчетов, контролируемые Федеральной резервной системой и казначейством США. Это причинило Ирану неудобство, но он все еще мог совершать сделки на международных рынках, конвертируя платежи в евро и осуществляя транзакции через находящуюся в Бельгии банковскую систему обмена сообщениями SWIFT. В марте 2012 г. США вынудили SWIFT также запретить Ирану пользование системой. Так Иран был официально отрезан от остального мира в вопросе участия в оплате или получения твердой валюты. США не делали тайны из своих целей в финансовой войне против Ирана. 6 июня 2013 г. представитель казначейства США Дэвид Коэн сказал, что цель санкций США – «... вызвать обесценивание риала и прекратить его использование в межнациональной торговле»<sup>[45]</sup>.

Результаты для иранской экономики были катастрофическими. Иран – ведущий экспортер нефти, и ему требуется доступ к платежным системам для получения долларов за нефть, которую он поставляет за рубеж. Он также является крупным импортером продуктов нефтепереработки, продуктов питания и бытовой электроники, такой как компьютеры Apple и

принтеры ИР. Внезапно у Ирана не оказалось возможности платить за импорт, а его местная валюта, риал, потерпела крах. Торговцы продавали дефицитные доллары на черном рынке по курсу, который снизил стоимость риала более чем наполовину по сравнению с прежним, – эквивалент 100 %-ной инфляции. Началось изъятие вкладчиками депозитов в банковской системе Ирана, люди пытались избавиться от риалов, приобретая на черном рынке валюту или недвижимость, чтобы сохранить благосостояние. В попытке остановить процесс массового изъятия вкладов правительство подняло процентные ставки. Отрезав Ирану доступ к мировым платежным системам, Соединенные Штаты вызвали крах валюты, гиперинфляцию и массовое изъятие вкладов из банков и послужили причиной появления дефицита продовольствия, бензина и товаров народного потребления.

Иран нанес ответный удар еще до эскалации попыток США, наводнив рынок дешевыми долларами и покупая золото, чтобы предотвратить замораживание своего долларового баланса США или их союзниками<sup>[46]</sup>. Индия – крупнейший импортер иранской нефти, и два торговых партнера предприняли шаги для внедрения сделок «нефть за золото», в которых Индия покупала бы золото на мировых рынках и платила им Ирану за поставки нефти<sup>[47]</sup>. В свою очередь Иран мог бы торговать золотом с Россией и Китаем, получая продукты питания или промтовары. Перед лицом радикальных экономических санкций Иран еще раз доказывает, что золото – это деньги, подходящие для любого времени и места.

Турция быстро стала ведущим поставщиком золота для Ирана. Турецкий экспорт золота в Иран в марте 2013 г. был эквивалентен 381 млн долл., что более чем вдвое превысило ее экспорт золота в Иран в предыдущем месяце<sup>[48]</sup>. Однако золото не так легко перемещать, как цифровые доллары, и в сделках с ним есть свои риски. В январе 2013 г. грузовой самолет с 1,5 т золота на борту был конфискован турецкими властями в аэропорту Стамбула, поскольку золото было признано контрабандным<sup>[49]</sup>. Различные сообщения говорят о том, что самолет принадлежал Гане, крупнейшему производителю золота; и направлялся в Дубай, известный перевалочный пункт для золота и валют со всего мира. Другие сообщения «Голоса России» делали предположения, что самолет направлялся в Иран<sup>[50]</sup>. Независимо от пункта назначения кто-то, возможно Иран, недосчитался 1,5 т золота.

Еще один источник золота, направляющегося в Иран, – это Афганистан. В декабре 2012 г. The New York Times сообщила о процветающей трехсторонней торговле между Афганистаном, Дубаем и



Ираном с использованием как законных перевозок, так и незаконной контрабанды. Times писала: «...пассажирам, летящим из Кабула к Персидскому заливу... надо быть благоразумными и принять во внимание предостережения об опасности выпадения багажа с верхней багажной полки. Один курьер... пронес на борт на ранний утренний рейс почти 27 кг золотых слитков, каждый размером примерно с iPhone...»<sup>[51]</sup>

Когда Иран увеличил объем сделок с золотом, США быстро нанесли ответный удар. Казначейство Соединенных Штатов объявило о строгом выполнении запрета на продажу золота Ирану, вступающего в силу с 1 июля 2013 г.<sup>[52]</sup> Он был нацелен на Турцию и ОАЭ, основных поставщиков Ирана. США уже закрыли Ирану доступ к твердым валютам и теперь намеревались проделать то же самое с золотом. Со стороны США это было молчаливое признание того, что золото – это деньги, вне зависимости от публичного принижения золота представителями Федеральной резервной системы США и другими.

Золото было не единственной альтернативной платежной стратегией Ирана. Наиболее удобным вариантом было принятие платежей местной валютой в банках стран, освобожденных от эмбарго. Иран мог поставлять нефть Индии и получать индийские рупии, поступающие на его счет в индийских банках. Использование этих рупий Ираном ограничено покупками в самой Индии, но индийские агенты могут быстро приспособиться к импорту западных товаров за доллары и продавать эти товары иранцам за рупии с высокими наценками, чтобы компенсировать время и беспокойство по реэкспорту индийского импорта.

Иран также использовал китайские и российские банки как прикрытие для нелегальных платежей через санкционированные каналы. До введения санкций Иран создал большие депозиты в твердой валюте в китайских и российских банках. Российские и китайские банки в этом случае ведут нормальные безналичные переводы в твердой валюте через систему SWIFT для Ирана, не раскрывая информации о том, что фактическим собственником является Иран, как требуют правила SWIFT.

Донесения разведки свидетельствуют о том, что объем твердой валюты на депозите Ирана только в китайских банках составляет 27 млрд долл., однако возможность Ирана перемещать эти средства ограничена необходимостью Китая избегать привлечения внимания США при совершении переводов. В апреле 2013 г. Иран попросил Китай сделать «подарок» Северной Корее в размере 4 млрд долл. в качестве части обычных мер гуманитарной помощи этому изолированному обществу.

Иран не раскрыл Китаю, что этот подарок на самом деле был платой за передачу технологий ядерного оружия от Северной Кореи к Ирану.

В конце 2012 г. Соединенные Штаты предупредили Россию и Китай о помощи Ирану в подобных обходных маневрах против санкций, однако никаких взысканий на Россию или Китай наложено не было, и вряд ли это возможно сделать. SWIFT также не испытывает склонности осуществлять давление, поскольку изначально он не хотел исключать Иран из своей системы, это было сделано только под давлением США. США не стали преследовать Россию или Китай, потому что у них более важные цели, включая Сирию и Северную Корею<sup>[53]</sup>.

Иран также продемонстрировал, как финансовые и кибернетические методы ведения войны могут сочетаться в комбинированной атаке. В мае 2013 г. появилось сообщение о том, что иранские хакеры получили доступ к системам программного обеспечения, используемым энергетическими компаниями для контроля трубопроводов с нефтью и природным газом по всему миру<sup>[54]</sup>. Используя эти программы, Иран мог нанести серьезный ущерб не только физическим цепям поставки, но и рынкам энергетических деривативов, которые зависят от физических поставок и спроса на прозрачность цены. Эти внедрения были описаны представителями США как разведывательная миссия и сами по себе в высшей степени представляли опасность. Ни иранские хакеры, ни их мишени в США, похоже, не приняли во внимание, что подобные действия могут *случайно* вызвать панику на рынке, которая даже не могла входить в число намерений нападавшего.

Иран был не единственным, кто столкнулся со всей мощностью возможностей США в ведении финансовой войны. Финансовые санкции США, нацеленные на Сирию, стали причиной того, что сирийский фунт потерял 66 % своей стоимости за год с июля 2012 г. по июль 2013 г. В результате инфляция в Сирии подскочила до ежегодного значения 200 %. Сирийское правительство было вынуждено вести дела в валютах трех основных союзников: иранских риалах, российских рублях и китайских юанях, поскольку сирийский фунт практически прекратил хождение как платежное средство<sup>[55]</sup>.

К концу 2013 г. финансовый ущерб в Иране привел к прямым переговорам между президентом Обамой и иранским президентом Рухани, имевшим целью прекращение финансовых атак США в обмен на иранскую концессию в программах по обогащению урана. Иран страдал от санкций, но не был разрушен, и он собирался встретиться с США за столом

переговоров. На данный момент Иран добился прекращения военных действий США в этой финансовой войне, несмотря на колоссальные разрушения в иранской экономике.

Подобно тому как США нашли сторонников в Европе и Турции, Иран нашел своих в России, Китае и Индии. Сторонники Ирана открыто говорят о создании новых недолларовых банковской и платежной систем. Дубай добился роли координатора сторон, наподобие Швейцарии во Второй мировой войне. Финансовая война США и Ирана в 2012-2014 гг. показывает, как государства, которые не могут противостоять армии США, могут оказаться серьезными соперниками, когда поле боя становится финансовым или электронным. США хотели вытеснить Иран из долларовой платежной системы и преуспели в этом. Но это случай «будь аккуратен в своих желаниях»: сейчас в Азии идет процесс создания альтернативной недолларовой платежной системы, а золото оказалось эффективным финансовым оружием само по себе.

Эта игра Китая, Ирана, США и Северной Кореи в кошки-мышки, в которую входят наличные, оружие и санкции, иллюстрирует, что финансовое оружие заняло лидирующие позиции в стратегических вопросах<sup>[56]</sup>.

## **Кибер-финансовая связь**

Интерес к финансовой войне вряд ли ограничивается подразделением Энди Маршалла в Пентагоне. В конце сентября 2012 г. Королевство Бахрейн принимало частный – только по приглашениям – саммит международных финансовых экспертов для обсуждения геополитики валют и резервов. Трехдневное мероприятие включало такие варианты развития событий, как крах доллара США и рост региональных резервных валют, в частности китайского юаня и российского рубля. В числе участников были европейские законодатели, ученые аналитических центров, влиятельные журналисты и эксперты фондового рынка.

12 октября 2012 г. Федерация американских ученых провела финансовую военную игру в Вашингтоне, в которую вошли альтернативные варианты реальных боевых действий между Израилем и Ираном. Участникам выдали обычные военные сценарии и затем попросили определить финансовые последствия и показать, как финансовое оружие можно использовать как фактор повышения боевой эффективности.

25 октября 2012 г. корпорация Boeing организовала финансовую военную игру в ходе выездной конференции в Бреттон-Вудсе в Нью-Гемпшире. Конференция проходила в историческом отеле «Маунт Вашингтон», получившем известность как место Бреттон-вудской конференции 1944 г., на которой была основана международная денежная система, доминировавшая с конца Второй мировой войны до момента, когда президент Никсон закрыл золотое окно в 1971 г. Хотя Boeing – это корпорация, а не суверенное государство, ее интерес к финансовым методам ведения войны вряд ли удивителен. У Boeing работники в 70 странах и покупатели в 150, и это один из крупнейших экспортеров мира. Подразделение Boeing «Защита, космос и безопасность» создает и управляет наиболее конфиденциальными, хорошо засекреченными платформами для операций по национальной безопасности США. Почти никто из мировых компаний не имеет таких же высоких, как Boeing, ставок в вопросе вероятности и осложнений финансовых методов войны.

В том же месяце, 30 октября 2012 г., Университет национальной обороны закончил годовичную виртуальную финансовую военную игру, в которой принимали участие шесть ведущих экспертов из вузов, аналитических центров и крупнейших банков. Спонсором мероприятия стало Объединенное командование вооруженных сил США в зоне Тихого океана, и его результаты содержатся в исключительно секретном 104-страничном итоговом докладе<sup>[57]</sup>.

Однако даже эта широкомасштабная активность и анализ финансовых методов ведения войны не полностью характеризуют степени угрозы. Кибератаки на инфраструктуру США, включая банки и другие финансовые институты, растут и могут принимать разнообразный оборот<sup>[58]</sup>. В один тревожный момент в канун Рождества 2011 г. был взломан компьютерный файл, содержащий персональную идентификационную информацию одного из руководящих работников правительства США, и из него была скачана информация. Впоследствии она использовалась в попытке опустошить личный банковский счет этого работника. Этим работником была Мэри Шапиро, на тот момент бывшая главным регулятором всех фондовых рынков США<sup>[59]</sup>.

23 апреля 2013 г. аккаунт Associated Press в Twitter взломали и с него распространили ложную информацию, что Белый дом стал целью террористического нападения, а президент Обама пострадал. Это фальшивое сообщение о теракте поступило лишь через несколько дней после взрывов на Бостонском марафоне и привлекающих внимание облав и

перестрелок с террористами. Промышленный индекс Доу – Джонса немедленно рухнул более чем на 140 пунктов, быстро сменя 136 млрд долл. благосостояния, перед тем как выправиться в тот момент, когда сообщение было разоблачено как фальшивка. Ответственность за взлом взяла на себя финансируемая Ираном просирийская группа хакеров под названием «Сирийская электронная армия»<sup>[60]</sup>. Успех хакеров и реакция рынка показали, что рынки заводятся с пол-оборота и их можно легко обрушивать и манипулировать разными способами. Это был поучительный эпизод для других потенциальных нападающих.

Эти события – пример наиболее опасного вида финансового нападения, где кибератака и финансовые методы ведения войны *комбинируются* в сценарии максимального повышения боевой активности. В этой ситуации кибератака используется не для вывода из строя фондовых рынков США. Взамен киберзахватчики берут контроль над программным обеспечением поступления заказов, чтобы симитировать распоряжения на продажу от крупнейших финансовых организаций. Намеренный финансовый крах схож со сценариями подпольных хеджевых фондов, за исключением того, что здесь не требуется ни наличных, ни капитала. Компьютер программируется, чтобы имитировать неконтролируемого брокера, пытающегося избавиться от триллионов долларов в акциях, облигациях и деривативах.

Этот сценарий – более крупная и целенаправленная версия фиаско Knight Capital 1 августа 2012 г., когда ошибка в программе привела к тому, что компьютер вышел из себя и наводнил Нью-Йоркскую фондовую биржу ложными заказами. За несколько минут Knight аккумулировала 7 млрд долл. в неликвидных позициях и потерпела убытки в размере 440 млн долл. при проведении обратных операций<sup>[61]</sup>. Когда происходила катастрофа, никто в Knight не смог понять источник проблемы и не додумался повернуть аварийный выключатель. В конце концов Нью-Йоркская фондовая биржа для самозащиты блокировала Knight доступ к своим системам.

Еще более крупное фиаско случилось 22 августа 2013 г., когда фондовая биржа NASDAQ была в течение трех часов парализована вследствие проблем с компьютерами и коммуникациями, которые так и не были обнародованы. Не исключалась атака «Иранского подразделения защиты киберпространства». В августе 2012 г. иранские киберсилы вывели из строя 30 000 компьютеров нефтяного исполина Saudi Aramco с помощью цифрового вируса Shamoon, и иранские разработки в сфере

киберфинансовых военных методов по-прежнему ведутся.

В этих сценариях методов ведения финансовой войны атака может быть такой крупной, что Нью-Йоркская фондовая биржа будет перегружена, и ей придется полностью закрыться. Последующая паника приведет к потенциальным убыткам в сотни миллиардов долларов.

\* \* \*

Когда мыслители в системе национальной безопасности выражают озабоченность касательно финансовой войны, чиновники казначейства США и Федеральной резервной системы регулярно охлаждают пыл аналитиков угрозы. Их возражения начинаются с оценки рыночных последствий финансовой войны, затем следуют заключения о том, что Китай или другая крупная держава никогда не вступит в нее, потому что такое развитие событий повлечет огромные убытки в их собственных портфелях ценных бумаг. Эта точка зрения отражает опасную наивность официальных лиц. Точка зрения казначейства предполагает, что цель финансовой войны – денежная выгода. Это не так.

Цель финансовой войны – это ослабить возможности врага и подавить его, в то же время получив геополитическое преимущество в намеченных областях. Идея получения выгоды в портфеле ценных бумаг не имеет ничего общего с финансовым нападением. Если оппонента можно привести к состоянию на грани краха и паралича с помощью финансовой катастрофы, в то время как атакующий получает преимущество на других фронтах, финансовая война будет сочтена удачной, даже если нападающий понесет большие убытки. Каждая война имеет свою цену, и многие войны настолько разрушительны, что последующее восстановление занимает годы и десятилетия. Это не значит, что войн не случается или что те, кто развязывает их, не находят преимуществ, невзирая на цену.

Примите во внимание следующие выкладки: если Китай теряет 25 % в стоимости своих резервов в результате финансовой войны с США, это обходится Китаю примерно в 750 млрд долл. Строительство и развертывание флота из 12 современных авианосцев типа «Джеральд Р. Форд», сравнимых с предположительными авианосными силами США, будет стоить более 400 млрд долл., если принять во внимание все расходы на создание, управление, техобслуживание и прочие эксплуатационные затраты. Стоимость обеспечения безопасности этих авианосцев с помощью миноносцев, подводных лодок и прочих вспомогательных судов, а также

наземных систем и личного состава, необходимого для управления флотом, поднимают его стоимость на существенно более высокий уровень. Короче говоря, экономические расходы на противостояние США в ведении финансовой войны не превысят затраты при противостоянии США на море и в воздухе, а урон, нанесенный США, может быть больше. У Китая нет флота современных авианосцев, но у него, несомненно, есть наличные и компьютеры, и он будет выбирать свое собственное поле боя.

Китай может защитить свои резервы от замораживания активов или обесценивания в случае финансовой войны с помощью перевода благосостояния из ценных бумаг в золото – это решение он сейчас самым активным образом реализует. Приобретение очередного миллиарда золота снижает финансовую уязвимость Китая и смещает соотношение убытков в портфеле ценных бумаг и стоимости вооружения в пользу финансовой войны. Возможные намерения Китая можно предположить исходя из его статуса крупнейшего мирового покупателя золота.

Точка зрения казначейства США и Федеральной резервной системы также не в состоянии учесть межвременные результаты. Нападение, затратное в короткой перспективе, может быть вполне выгодным в долгосрочной. Любые вероятные убытки в портфеле ценных бумаг, которые Китай понес бы в ходе финансовой войны, можно быстро возместить в ходе мирных переговоров или при урегулировании путем переговоров. Захваченные счета можно разморозить, а рыночные убытки могут превратиться в выгоды, когда условия нормализуются. Тем временем геополитический выигрыш Китая в таких регионах, как Тайвань или Восточно-Китайское море, может оказаться постоянным, а экономика в таком противостоянии США пострадает больше всего, и на ее восстановление понадобятся годы.

Чиновники казначейства и ФРС отвергают озабоченность финансовой войной вследствие неправильного представления о статистическом характере риска и уверенности в ошибочных моделях равновесия. Эти модели исходят из посылки эффективности рынков и рационального поведения, что не имеет никакого отношения к реальным рынкам. Применительно к финансовым методам ведения войны их точка зрения в том, что вражеские нападения на конкретные активы или рынки окажутся обречены на провал, поскольку рациональные инвесторы быстро примутся скупать по дешевке, как только начнется избыточное предложение. Такое поведение существует только на относительно спокойных, невозмущенных рынках, но в состоянии реальной паники избыточное предложение питает себя само, а покупатели так и не находятся. Крупная паника будет



нарастать в геометрической прогрессии и приведет к полному краху при отсутствии действий *force majeure*<sup>[62]</sup> правительства.

Подобная паника в действительности начиналась за последние 16 лет дважды. В сентябре 1998 г. мировые фондовые рынки были в нескольких часах от полного краха перед завершением оказания Федеральным резервным банком Нью-Йорка финансовой помощи в размере 4 млрд долл. наличными для хеджевого фонда, управляемого Long-Term Capital Management<sup>[63]</sup>. В октябре 2008 г. мировые фондовые рынки были в нескольких днях от поочередного краха большинства крупнейших банков, когда конгресс узаконил план Полсона по спасению финансовой системы США (программу освобождения от проблемных активов), в то время как ФРС и казначейство вмешивались, чтобы гарантировать инвестиционные фонды денежного рынка, субсидировали AIG и вкладывали триллионы долларов в ликвидность рынка. Ни в одной из историй паники не обнаружилось основывающихся на модели ФРС искателей выгодных сделок, которые бы спасли ситуацию.

Коротко говоря, точка зрения казначейства и ФРС на финансовые методы ведения войны демонстрирует то, что аналитики разведки называют *зеркальным отображением*. Чиновники США предполагают, что поскольку США не собираются предпринимать финансовое нападение на Китай, то и Китай не собирается нападать на США. Такая близорукость – это совсем не предотвращение войны, а ее основная причина, потому что она неверно трактует намерения и возможности врага. Там, где речь идет о финансовых методах ведения войны, рынки слишком важны, чтобы оставлять их на откуп казначейству и ФРС.

Также совсем не обязательно развязывать финансовую войну, чтобы возможность ее ведения стала эффективным политическим инструментом. Необходимо только, чтобы угроза была правдоподобной. Может возникнуть вариант развития событий, в котором президент США откажется от военной операции по защите Тайваня, поскольку Китай ясно дал понять, что любые подобные действия приведут к уничтожению триллиона долларов или более в ценных бумагах США. Здесь Тайвань предоставлен собственной судьбе. Сражение в небе и на море Энди Маршалла сдерживается китайским оружием уничтожения благосостояния.

Возможно, самая большая финансовая угроза в том, что такие события могут развиваться случайно. В середине 1960-х на пике истерии холодной войны касательно ядерного нападения и гарантированного взаимного уничтожения появились два фильма – «Система безопасности» (Fail-



Safe<sup>[64]</sup>) и «Доктор Стрейнджлав» (Dr. Strangelove), – в которых шла речь о сценариях ведения атомной войны между США и Советским Союзом. Как показано в этих лентах, ни одна из сторон не хочет войны, но она тем не менее оказывается развязана по вине компьютерных глюков или действий вышедших из-под контроля военных.

Фондовые рынки сейчас какие угодно, но не отказобезопасные. На самом деле вероятность нарушения их работы продолжает расти, как показали инцидент с Knight Capital и странный мгновенный обвал 6 мая 2010 г. Финансовое нападение может быть предпринято по ошибке, во время рутинного обновления программного обеспечения или учений. Фондовые рынки почти рухнули в 1998-м и 2008 гг. без помощи злоумышленников, и риск подобного коллапса в ближайшие годы, случайного или злонамеренного, прискорбно высок.

В 2011 г. журналист Марк Эмбайндер из The National Journal написал статью под заголовком «На следующий день» (The Day After), которая в деталях описывала самые засекреченные планы по продолжению деятельности правительства США перед лицом вторжения, краха инфраструктуры или чрезвычайного стихийного бедствия<sup>[65]</sup>. Эти планы включали приземление эскадрильи вертолетов в национальном парке Нэшнл-Молл в Вашингтоне, около Капитолия, для эвакуации лидеров конгресса в оперативный штаб Маунт-Уэзер в Вирджинии. Затем чиновников министерства обороны перевезут в укрепленный бункер глубоко под горой Рэйвен-Рок на границе Мэриленда и Пенсильвании, недалеко от Кемп-Дэвида.

Многое в репортаже Эмбайндера касается иерархии командования и того, что случится, если определенные чиновники (возможно, включая президента) будут мертвы или пропадут без вести. Журналист обращает внимание на то, что эти планы действий в чрезвычайной ситуации провалились и во время попытки покушения на президента Рейгана в 1981 г., и вторично 11 сентября. За последние годы была усовершенствована засекреченная связь, но все же есть угроза возникновения серьезных неясностей в цепи командования, и Эмбайндер говорит, что в ходе очередного государственного кризиса можно ожидать большего числа провалов.

Однако финансовая война будет представлять собой совсем другой кризис, физический ущерб здесь будет малым или вовсе отсутствовать. Ни одно официальное лицо не погибнет и не пропадет без вести, а цепочка командования останется невредимой. За исключением сопутствующих

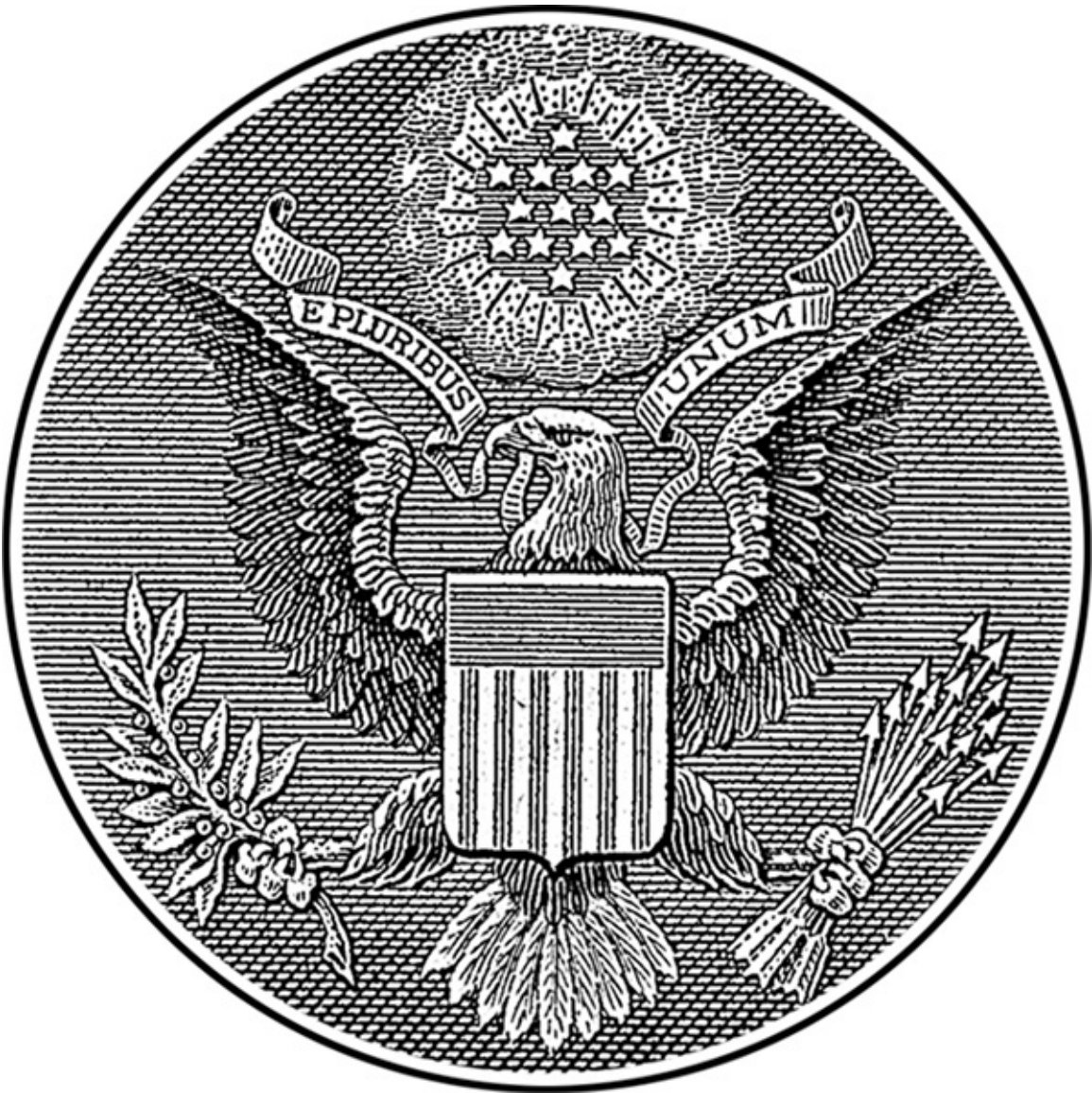
нападений на инфраструктуры, коммуникации будут функционировать нормально.

Однако нация будет травмирована практически так же, как если бы землетрясение сровняло с землей один из крупнейших городов, потому что будут потеряны триллионы долларов благосостояния. Банки и биржи закроют свои двери, а ликвидность рынков улетучится. Доверие пропадет. Федеральная резервная система, которая уже израсходовала всю порошковую краску на печать четырех триллионов долларов новых денег с 2008 г., будет лишена возможности или доверия выпустить больше денег. Социальная нестабильность и беспорядки не заставят себя ждать.

Мистер Маршалл и другие футурологи в сообществе национальной безопасности воспринимают такие угрозы всерьез. Поддержка от казначейства и Федеральной службы резерва отсутствует или незначительна; обе эти организации находятся в плену зеркального отображения.

Как ни парадоксально, придумать решения проблемы не так уж сложно. Они включают в себя разбиение банков на отделения, которые не настолько велики, чтобы обанкротиться, возвращение к системе региональных фондовых бирж для обеспечения запаса мощности и повторное введение золота в денежную систему, поскольку золото нельзя уничтожить цифровым сообщением. Ни конгресс, ни Белый дом всерьез не рассматривают ни один из этих корректирующих шагов. На данный момент Соединенные Штаты лишь смутно представляют угрозу и даже не приблизились к решению.

## Часть 2. Деньги и рынки



## Глава 3. Гибель рынков

*Человек, пристрастный к системам... полагает, что различными частями общественного организма можно располагать так же свободно, как фигурами на шахматной доске. При этом он забывает, что... в великом движении человеческого общества каждая отдельная часть целого движется по свойственным ей законам...*<sup>[66]</sup>

Адам Смит, «Теория нравственных чувств». 1759 г.

*...«данные», от которых отправляется экономический расчет, никогда не бывают, с точки зрения всего общества, «даны» какому-то отдельному уму, способному произвести все нужные вычисления, и никогда не могут быть даны подобным образом*<sup>[67]</sup>.

Фридрих А. Хайек, сентябрь 1945 г.<sup>[68]</sup>

*Любая... статистическая закономерность имеет тенденцию разрушаться, как только с целью контроля на нее оказывается давление.*

Закон Гудхарта. 1975 г.<sup>[69]</sup>

В пьесе Шекспира «Венецианский купец» Саланио спрашивает: «Ну, что нового на Риальто?»<sup>[70]</sup> Он ищет информацию, собирает разведданные и пытается понять, что происходит на рынке. Саланио не намеревается контролировать бизнес, развертывающийся перед ним; он знает, что не может этого сделать. Он старается понять поток новостей, найти свое место на рынке.

Как жаль, что Джанет Йеллен и Федеральная резервная система не так скромны!

Слово «рынок» порождает множество образов, начиная от доисторического обмена товарами до ярмарок средневековых городов и

постмодернистских цифровых бирж со ставками и предложениями, возникающими со скоростью в наносекунды и сходящимися в компьютерном облаке. По сути, *рынки – это места, где покупатели и продавцы встречаются*, чтобы вести продажу товаров и услуг. В сегодняшнем мире *место* может быть абстрактной локацией, цифровой площадкой, а *встреча* может сводиться лишь к мимолетному взаимодействию. Но в своей сути рынки не изменились с того времени, когда торговцы бронзового века обменивали янтарь на слоновую кость на берегах Средиземного моря.

Однако рынки – идет ли речь об осязаемых товарах вроде золота или неосязаемых наподобие акций – всегда имели отношение к более глубоким процессам, чем простой обмен товарами и услугами. По большому счету, они ориентированы на *обмен информацией* касательно цены товаров и услуг. Цены можно транспортировать. Когда купец или трейдер выясняет рыночную цену, другие могут использовать эту информацию, чтобы увеличивать или сокращать выпуск товаров, нанимать или увольнять работников либо отправляться на другой рынок с информационным преимуществом в кармане.

Информация может иметь более высокую ценность, чем транзакции, лежащие в ее основе, от которых она является производной, и понимание этого легло в основу мультимиллиардного состояния компании Bloomberg. Как может венчурный капиталист оценить ставки в предприятии, создающем абсолютно новый продукт? Ни инвестор, ни предприниматель на самом деле этого не знают. Но информация о прошлых результатах, будь то случавшиеся время от времени высокие прибыли или частые убытки, дает сторонам прогноз и помогает совершать инвестиции. Информация о продажах и возврате инвестиций – это смазка и топливо, которые позволяют осуществлять большее количество продаж и инвестиций. Обмен товарами и услугами может быть результатом рыночной деятельности, но обнаружение цены – это функция рынка, которая в первую очередь позволяет этому обмену свершиться.

Каждый, кто уходил от торговца коврами на ближневосточном базаре, преследуемый воплем торговца «Мистер, мистер, у меня есть цена лучше, очень дешево», знает заговор обнаружения цены. Это развитие событий ничем не отличается от оцифрованной, автоматизированной высокочастотной торговли, происходящей на серверах платформ фондовых бирж в Нью-Йорке и Чикаго. Компьютер предлагает наносекундную версию «Мистер, у меня есть цена лучше». Обнаружение цены остается первичной функцией рынка.

Однако рынки – это дом не только просто покупателей и продавцов, спекулянтов и арбитражеров. Мировые рынки сегодня кажутся неотразимыми банкирам центробанков с планами на лучшие времена. Планирование – это губительная причуда банкиров центробанков, для которых рынки – это аэродинамическая труба, где можно испытывать свои теории вмешательства.

Банкиры центробанков контролируют цену денег и таким образом косвенно влияют на все рынки мира. Если принимать во внимание эту необъятную мощь, идеальный банкир центробанка должен быть скромным, предусмотрителем и с уважением относиться к сигналам рынка. Вместо этого современные банкиры центробанков одновременно самоуверенны и бесцеремонны в попытках подчинить рынки своей воле. Вертикальное центральное планирование, диктующее распоряжение ресурсами и производство на основе предполагаемого превосходного знания нужд и потребностей, – это побуждение, которое поражало всех политических игроков в истории. Одновременно иронично и трагично, что западные центробанки с энтузиазмом приняли центральное планирование в начале двадцать первого века, вскоре после того как Советский Союз и Китай отказались от него в конце века двадцатого. Советский Союз и коммунистический Китай вовлекли в радикальное центральное планирование две крупнейших страны мира и треть населения земли в общей сумме более чем на 100 лет. Результатом стал очевидный и катастрофический провал. Сегодняшние приверженцы центрального планирования, особенно Федеральная резервная система, со временем столкнутся с той же ошибкой. Остаются открытыми вопросы, когда и в какую цену это обойдется обществу.

Побуждение к центральному планированию часто порождается ощутимой потребностью решить проблему с помощью иерархического подхода. Для русских коммунистов в 1917 г. это была проблема царя и феодального общества. Для китайских коммунистов в 1949 г. это была местная коррупция и иностранный империализм. Для приверженцев центрального планирования в центробанках в наше время проблема – это дефляция и низкий номинальный рост. Проблемы реальны, но иерархические решения иллюзорны, они продукт гордыни и фальшивых идеологий.

В двадцатом веке русские и китайцы были приверженцами марксистской идеологии и высокомерия оружия. В наши дни банкиры центробанков придерживаются кейнсианства и высокомерия научных степеней. Ни марксистская, ни кейнсианская идеология не предоставляют

частным лицам уровня свободы, необходимого, чтобы обнаружить решения, которые спонтанно появляются из тумана комплексных характеристик развитой экономики. Вместо этого физические лица, ощущая манипуляции и контроль центробанков, либо ограничивают свою экономическую активность, либо начинают заниматься полностью новыми, более мелкими предприятиями, скрытыми от взоров рыночных манипуляций центробанков.

Участникам рынка остается спекуляция, мелкие купли-продажи и игра «попробуй перемудрить мудреца из конференц-зала Федеральной резервной системы». В последнее время так называемые рынки стали площадкой для торговли в ожидании следующего объявления о курсе ФРС либо следования за его неукоснительным внедрением. С 2008 г. рынки стали скорее местом отъема благосостояния, чем его создания. Рынки больше не выполняют настоящих рыночных функций. На них сегодня «мертвая рука» ученого и рантье заменили невидимую руку купца или предпринимателя.

Эта критика не нова; она так же стара, как и сами свободные рынки. Адам Смит в «Теории нравственных чувств», философской работе 1759 г., созданной на рассвете современной капиталистической системы, указывал, что планирующий не может управлять системой объединенных составляющих, поскольку сами по себе составляющие – это системы с уникальными свойствами, находящимися вне поля зрения планирующего. Это можно назвать *теорией матрешки*, названной в честь русских кукол, находящихся одна в другой и невидимых снаружи. Только когда открываешь первую куклу, обнаруживается следующая уникальная кукла, и так далее, по порядку их следования. Разница в том, что куклы-матрешки конечны, тогда как разнообразие современной экономики бесконечно, динамично и непостижимо.

Фридрих Хайек в своем классическом эссе 1945 г. «Использование знания в обществе», написанном почти через двести лет после работы Адама Смита, приводит тот же аргумент, но со сменой логического ударения. В то время как Смит делал акцент на частных лицах, Хайек концентрируется на информации. Это было отражением его взгляда в преддверии компьютерной эры, когда в экономической науке начинали царить модели, основанные на системах уравнений. Конечно, Хайек был поборником свободы личности. Он понимал, что информация, о которой он пишет, в перспективе будет создаваться на уровне индивидуальных автономных участников внутри сложной экономической системы. Его точка зрения была такова: ни одно частное лицо, организация или компьютерная

программа никогда не будет обладать всей информацией, необходимой для создания экономического строя, даже если можно разработать модель такого строя. Хайек писал:

«Специфический характер проблемы рационального экономического порядка обусловлен именно тем, что знание обстоятельств, которым мы должны пользоваться, никогда не существует в концентрированной или интегрированной форме, но только в виде рассеянных частиц неполных и зачастую противоречивых знаний, которыми обладают все отдельные индивиды... Или, короче, это проблема использования знания, которое никому не дано во всей его полноте»<sup>[71]</sup> <sup>[72]</sup>

Чарльз Гудхарт впервые сформулировал закон Гудхарта в работе 1975 г., опубликованной Резервным банком Австралии<sup>[73]</sup>. Закон Гудхарта часто перефразируется следующим образом: «Когда экономический показатель становится целью проведения политики, он перестает быть достойным доверия показателем». Этот парафраз ухватывает суть закона Гудхарта, но исходная формулировка была еще более пронизательной, поскольку она содержала фразу «в целях контроля» (в оригинале «*Любая... статистическая закономерность имеет тенденцию разрушаться, как только с целью контроля на нее оказывается давление*»). Эта фраза подчеркивает тот факт, что Гудхарт не только был в общем обеспокоен вторжением на рынок или манипуляцией, но также фокусировал внимание на конкретном виде иерархических попыток центробанков диктовать результаты в сложных системах.

Адам Смит, Фридрих Хайек и Чарльз Гудхарт – все они делали вывод, что центральное планирование не просто нежелательно или неоптимально, оно *невозможно*. Это заключение согласуется с позднейшей теорией сложности. Она разделяет вычислительные задачи по их степени сложности, измеряемой данными, шагами вычислений и вычислительной мощностью, необходимой для решения этого круга проблем. В теории есть правила установления таких классификаций, включая те проблемы, которые считаются невозможными для вычисления, поскольку либо данные слишком обширны, либо вычислительные шаги бесконечны, либо вся вычислительная мощность мира недостаточна, либо все три фактора объединены. Смит, Хайек и Гудхарт – все они понимали, что разнообразие и приспособляемость поведения человека в экономической сфере – это наиболее существенные обстоятельства вычислительной сложности, которая превышает способности человека или машины в поисках оптимального решения. Это не значит, что экономические системы не



могут стремиться к оптимальности, но эта оптимальность *возникает* из экономической сложности спонтанно, а не *навязывается* центробанками с помощью нормативных документов. В наше время центробанки, особенно Федеральная служба резерва США, повторяют просчеты Ленина, Сталина и Мао без насилия, хотя насилие еще может возникнуть ввиду неравенства доходов, социальной нестабильности и противостояния с государственной властью.

Формулировки проблемы экономической сложности Адама Смита и Фридриха Хайека хорошо известны, а Чарльз Гудхарт добавил к ним леденящую коду. Что происходит, когда данные, используемые банкирами центробанков для того, чтобы задавать политический курс, сами по себе являются результатом предыдущих политических манипуляций?

## Эффект богатства

Уровень инфляции, безработицы, дохода и другие показатели – это основа для принятия политических решений, которую тщательно отслеживают банкиры центробанков. Снижение уровня безработицы и рост инфляции могут сигнализировать о необходимости ужесточить ограничительную денежную политику, подобно тому как падение цены активов может быть сигналом необходимости снятия большего числа денежных ограничений. Руководящие круги отвечают на экономические затруднения проведением политики, направленной на улучшение данных. Через некоторое время сами по себе показатели могут начать отображать не лежащую в их основе экономическую реальность, а косметические результаты политики. Если эти показатели затем становятся основанием для следующей дозы политических мер, банкир центробанка попадает в зеркальный лабиринт, где ложные сигналы влекут за собой политику, порождающую увеличение ложных сигналов и политической манипуляции, и так далее в цикл обратной связи, который все больше уходит от реальности, до тех пор пока не разобьется о железную стену показателей – которыми не так легко будет манипулировать, – реального дохода и объема производства.

Наглядный пример – так называемый эффект богатства. Идея проста. Большая часть богатства американцев аккумулирована в двух видах активов: акциях и недвижимости. Благосостояние, представленное акциями, в высшей степени наглядно: американцы ежемесячно получают справки о состоянии счета 401(k) и при желании могут проверить цены на

конкретные акции в режиме реального времени. Стоимость недвижимости менее прозрачна, но неофициальных данных, почерпнутых из списков недвижимости и необязательной болтовни, все же достаточно, чтобы получить представление о стоимости своих домов. Сторонники эффекта богатства говорят, что когда акции и цены на дома растут, американцы чувствуют себя более богатыми, более зажиточными и склонны меньше копить и больше тратить.

Эффект богатства – это один из столпов, поддерживающих политику ФРС в отношении нулевой процентной ставки и безрассудной печати денег с 2008 г. Каналы передачи информации легко воспроизвести. Если ставки низки, большее число американцев могут себе позволить ипотечные кредиты, которые увеличивают число покупок недвижимости, что выражается в повышении цен на дома. Сходным образом при низких ставках брокеры предлагают клиентам более дешевые маржинальные кредиты, что приводит к большей покупке акций и повышению цен на них.

Также существуют важные эффекты замещения. Все инвесторы хотят получать большую прибыль от своих сбережений и инвестиций. Если выплаты по банковским счетам близки к нулю, американцы переместят свои средства в акции и недвижимость в поиске более высокой прибыльности; эта активность подпитывает сама себя, выражаясь в повышении цен на акции и недвижимость. На внешнем уровне нулевая процентная ставка и политика дешевых денег дали планируемые результаты. Цены на акции с 2009-го по 2014 г. выросли более чем вдвое, а цены на недвижимость начали резко возвращаться на прежнюю высоту в середине 2012 г. После четырех лет попыток манипулировать ценой активов ФРС, кажется, добилась успехов к 2014 г. Богатство создано, по крайней мере на бумаге, но каковы следствия?

Сила эффекта богатства обсуждалась не одно десятилетие, но недавние исследования вызвали значительные сомнения в его влиянии<sup>[74]</sup>. Некоторые экономисты сомневаются, что эффект богатства вообще существует. Вопрос в том, насколько он силен, как долго длится и стоит ли негативных влияний и деформаций, требуемых для его достижения.

Эффект богатства обычно выражается в процентном увеличении расходов потребителей на каждый доллар увеличения богатства. Например, рост рынка акций и цены на недвижимость в 100 млрд долл., которые имеют эффект богатства 2 %, будет выражаться в увеличении расходов потребителей на 2 млрд долл. Бюджетное управление конгресса показывает, что различные исследования оценивают эффект богатства от

цен на недвижимость в пределах от 1,7 до 21 %<sup>[75]</sup>. Такой широкий разброс предполагаемых результатов смехотворен, вызывает сомнение в подобных исследованиях и выявляет методологические трудности в этой сфере.

Ведущее исследование эффекта богатства в зависимости от цен на акции, опубликованное Федеральным резервным банком Нью-Йорка, содержало выводы, которые в значительной степени сводили на нет собственную веру ФРС в эффект богатства. В исследовании говорится:

«Мы обнаружили... положительную зависимость между совокупным изменением благосостояния и совокупными расходами... но этот эффект оказался довольно нестабильным и сложным для точного определения. Реакция роста потребления на неожиданное изменение благосостояния неопределенная, и эта реакция оказалась очень краткосрочной.

Мы обнаружили, что... эффект богатства... в последние годы достаточно мал.

Когда мы форсируем потребление в ответ на одномоментное запаздывание... шоковое воздействие на рост благосостояния практически не оказывает влияния на рост потребления»<sup>[76]</sup>.

Еще одно исследование показывает, что эффект богатства, до той степени, до которой он реален, в значительной степени сосредоточен среди богатых и не влияет на потребление рядовых американцев<sup>[77]</sup>. Эту точку зрения поддерживает профессор Дэвид К. Бэkes, заведующий кафедрой экономики Нью-Йоркского университета, в интервью репортеру Кристоферу Флавелу на Slate.com:

«Идея эффекта богатства противоречит экономическим данным. Как говорит Дэвид Бэkes, бум рынка акций в конце 1990-х помог увеличить благосостояние американцев, но он не внес существенных изменений в потребление... Перед тем как рынок акций изменил свою позицию, «большого увеличения потребления не было», говорит Бэkes. «И когда он ее изменил, большого уменьшения нельзя было увидеть».

Еще более тревожным, чем сомнения насчет размера и временной протяженности эффекта богатства, является тот факт, что экономисты даже не уверены в *направленности* этого эффекта. В то время как устоявшиеся стереотипы говорят, что увеличивающиеся цены на акции увеличивают потребление, экономисты предположили, что все может быть наоборот, что растущее потребление может увеличить цены на акции<sup>[78]</sup>. Влиятельный финансовый экономист Лэйси Хант резюмировал состояние исследований эффекта богатства следующим образом:

«Дело не в том, вызывает ли политика ФРС рост или падение

совокупного благосостояния. Вопрос в том, влияют ли в какой-либо значительной степени изменения благосостояния на потребительские расходы вообще. Убедительное доказательство говорит, что влияние колебания благосостояния на потребительские расходы незначительно или отсутствует. Таким образом, рынок акций растет в ответ на крупномасштабную ликвидность ФРС, более широкая экономика влиянию не подвергается»<sup>[79]</sup>.

Теперь примем во внимание, что некоторые из ведущих исследований по эффекту богатства были опубликованы либо в 1999-м, либо в 2007 г., на пике двух последних на данный момент пузырей акций. Вряд ли удивительно, что научное исследование по вопросу эффекта богатства может представлять особый интерес во время бумов акций, когда эффект богатства предположительно должен быть максимально сильным, но это исследование показывает, что эффект богатства на самом деле слабый и неопределенный.

В совокупности это все предполагает, что пока Федеральная резервная система печатает триллионы долларов в погоне за эффектом богатства, она может служить одному лишь миру.

## **Пузыри активов**

В Америке сейчас наблюдается третий пузырь акций и второй пузырь на рынке недвижимости за последние 15 лет. Эти пузыри помогают не реальной экономике, а только брокерам и банкирам. Когда эти пузыри лопнут, экономика столкнется с худшей паникой, чем в 2008 г., а вскоре последуют мольбы банкиров о субсидиях. И в этом частично виновата гордыня банкиров центробанков, которые не доверяют рынкам, но стремятся ими манипулировать.

Создание пузырей активов – это одно из наиболее хорошо видимых злокачественных поражений, вызванных печатью денег Федеральной резервной системой, но есть и много других. Один из очевидных результатов – экспорт инфляции из США к торговым партнерам через механизм валютных курсов. Устойчивый парадокс денежной политики ФРС с 2008 г. – это отсутствие инфляции розничных цен в США. С 2008-го по 2012 г. ежегодный рост индекса розничных цен в среднем составил 1,8 % за год, это самое низкое значение за любой пятилетний период с 1965 г. Критики ФРС годами ожидали, что инфляция в США резко пойдет вверх в ответ на печать денег, пусть и с опозданием, но инфляция еще не

появилась; более того, в 2013 г. начали появляться систематические признаки дефляции.

Главная причина отсутствия инфляции в США в том, что инфляция экспортировалась за рубеж посредством механизма валютных курсов. Такие торговые партнеры США, как Китай и Бразилия, хотели увеличить свой экспорт с помощью предотвращения повышения курса своей валюты по отношению к доллару США. Поскольку ФРС печатает доллары, эти торговые партнеры должны наращивать свои денежные ресурсы, чтобы поглотить поток долларов, поступающий в их экономику в виде активных сальдо торгового баланса или инвестиций. Эта местная политика печати денег вызвала инфляцию в экономиках торговых партнеров. Инфляция США неярко выражена, потому что американцы ввозят дешевые товары от своих торговых партнеров.

С начала нового тысячелетия мир в целом и США в частности имеют естественную тенденцию дефляции. Первоначально она была экспортирована Китаем в США в форме дешевой продукции, производимой там избыточной рабочей силой, поддерживаемой валютой с заниженным курсом; в результате долларové цены на китайские товары оказались ниже, чем диктуют основы экономики. Эта тенденция дефляции отчетливо проявилась в 2001 г., когда ежегодная инфляция в США нырнула до 1,6 %, опасной близости к открытой дефляции.

Именно этот страх дефляции побудил тогдашнего председателя совета управляющих ФРС Гринспена резко снизить размер процентной ставки. В 2002 г. средняя фактическая процентная ставка федеральных резервных фондов была 1,67 % – на тот момент самая низкая за 44 года. В 2003 г. средняя ставка федеральных резервных фондов была даже ниже, 1,13 %, и оставалась низкой на протяжении 2004 г., в среднем составляя 1,35 % в год. Политика исключительно низких процентных ставок в течение этого трехлетнего периода была направлена на предотвращение дефляции, и это сработало. После обычного отставания во времени рост индекса розничных цен достиг 3,3 % в 2004 г. и 3,4 % в 2005 г. Гринспен был похож на пилота терпящего крушение самолета, который выводит воздушное судно из крутого пике как раз перед тем, как оно врежется в землю, стабилизирует аэродинамику, затем набирает высоту. К 2007 г. инфляция вернулась к показателю более 4 %, а процентная ставка федеральных резервных фондов составляла более 5 %.

Гринспен дал отпор дракону дефляции, но таким образом создал еще худшую головоломку. Его политика низкой процентной ставки привела непосредственно к пузырю активов в недвижимости, который с

катастрофическими последствиями взорвался в конце 2007 г., обозначив начало новой депрессии. В течение года снижение стоимости активов, исчезновение ликвидности и потеря доверия породили панику 2008 г., в ходе которой десятки триллионов долларов благосостояния в бумагах исчезли, как кажется, за одну ночь.

Совет управляющих Федеральной резервной системы сменил Алана Гринспена на Бена Бернанке в феврале 2006 г., как раз когда начала разворачиваться драма в сфере недвижимости. Бернанке унаследовал проблему дефляции Гринспена, которая на самом деле так никуда и не девалась, но была к 2002-2004 гг. замаскирована политикой дешевых денег. Индекс розничных цен достиг временного пика в июле 2008 г., затем резко упал в оставшиеся месяцы года. Ежегодная инфляция с 2008-го по 2009 г. на самом деле упала впервые с 1955 г.; инфляция опять превращалась в дефляцию.

На этот раз причина была не в китайцах, а в снижении долговой нагрузки. Крах рынка недвижимости в 2007 г. разрушил стоимость обеспечения за 1 трлн долл. в высокорисковых и других кредитах ненадежному заемщику; еще триллионы долларов в деривативах, основанные на этих ипотечных кредитах, также сильно потеряли в цене. Паника 2008 г. вынудила финансовые фирмы и прочих инвесторов с внешним финансированием беспорядочно и оперативно продавать активы, чтобы уплатить долги. Другие активы поступили в продажу в связи с неплатежеспособностью (Bear Stearns, Lehman Brothers и AIG). Финансовая паника распространилась на реальный сектор экономики, поскольку строительство недвижимости начало прекращаться, а строительные заказы исчезать. Резко возросла безработица, что дало еще один толчок к дефляции. В 2010 г. инфляция упала до 1,5 %, даже ниже, чем 1,6 %, которые напугали Гринспена в 2001 г. Ответ Бернанке на надвигающуюся угрозу со стороны дефляции был еще более энергичным, чем ответ Гринспена на ту же угрозу почти десятью годами ранее. Бернанке снизил фактическую процентную ставку федеральных резервных фондов в 2008 г. почти до нуля, где она с тех пор и остается.

Мир является свидетелем кульминационной схватки дефляции и инфляции. Дефляция эндогенна, она результат производительности развивающихся рынков, демографических изменений и уменьшения долговой нагрузки на балансы. Инфляция экзогенна, она возникает из политики процентных ставок центробанка и печати денег. Временной ряд индекса цен – это не просто точки на графике, а скорее сейсмограф, который измеряет тектонические слои, сталкивающиеся друг с другом по

линии разлома. Часто линия разлома пассивна, почти неподвижна. В другое время линия разлома активна, поскольку давление нарастает и один из слоев теснит другой. Инфляция была относительно активна в 2011 г., поскольку ежегодное увеличение достигло 3 %. Дефляция одерживала верх в конце 2012 г. и начале 2013 г.; шестимесячный промежуток времени от ноября 2012 г. до апреля 2013 г. дал отрицательные итоговые показания индекса розничных цен. Экономика не находится в режиме инфляции либо дефляции; по разным причинам она испытывает оба влияния одновременно; индексы цен показывают, как эти противовесные силы проявляют себя.

Эта динамика имеет глубокие последствия для политики. Она означает, что ФРС не может прекратить политику послаблений, пока действуют фундаментальные дефляционные силы. Если ФРС уменьшит печать денег, дефляция быстро воцарится в экономике с катастрофическими последствиями для национального долга, государственного дохода и банковской системы. Однако основные причины дефляции также никуда не деваются. В ближайшие десятилетия на рынок рабочей силы выйдут как минимум миллиард рабочих из Азии, Африки и Латинской Америки, что сохранит тенденцию понижения затрат и цен. Тем временем демографическое падение в развивающихся странах выразится в тенденции понижения совокупного спроса в этих развитых экономиках. Наконец, технологические достижения нарастают и обещают более высокую производительность при снижении цен на товары и услуги. Энергетическая революция в области природного газа, сланцевой нефти и технологии добычи сланцевого газа – это еще один фактор дефляции.

Коротко говоря, мир хочет снижения цен, а правительства – их повышения. Ни одна из этих сил не уступает, так что давление между ними продолжит нарастать. И только вопрос времени, когда экономика испытает не просто пузыри, но землетрясение в виде либо глубокой депрессии, либо высокой инфляции, когда одна из сил быстро и неожиданно одержит верх над другой.

## **Колебания почвы**

Ожидаемые землетрясения огромной магнитуды вблизи крупных населенных пунктов в разговорной речи называются «большой встряской». Но до того как появляются большие толчки, их могут предварять слабые колебания почвы, которые наносят серьезный ущерб в местности в районе

линии разлома, вдалеке от крупных городов. То же самое можно сказать о рыночных инвестициях ФРС. В отчаянной попытке победить дефляцию ФРС стала причиной обвалов на второстепенных рынках, удаленных от главной арены процентных ставок государственных облигаций США. Незапланированные и непредвиденные последствия политики дешевых денег ФРС становятся более очевидными, дорогостоящими и проблематичными во многих отношениях. Рассмотрение этих злокачественных образований показывает, что донкихотское преследование дракона дефляции обречено на провал.

В то время как инфляция с 2008-го по 2013 г. была весьма низкой, она не равнялась нулю, однако рост личных и семейных доходов был к нему близок. Это означало, что реальные доходы *снижались* даже в условиях низкой инфляции. Если бы ФРС, наоборот, допустила дефляцию, реальные доходы выросли бы даже без номинальной прибыли, поскольку цены на товары народного потребления понизились бы. Таким образом, дефляция – это премия рабочего человека, потому что она позволяет повысить стандарт жизни, даже если зарплата остается на том же уровне. Взамен снижается реальный доход. Экономист Лэйси Хант сжато и точно подметил этот эффект, когда написал:

«Хотя зарплата по-прежнему повышалась медленно, реальный доход подавляющего большинства американских семей упал. Если бы ФРС не приняла таких экстраординарных мер, процентные ставки и инфляция сейчас были бы ниже, чем есть, и мы могли бы избежать неизвестных рисков, воплощенных в расширении баланса ФРС. По сути, ФРС препятствует излечению, отсрочивает возврат к нормальному экономическому росту и ухудшает расслоение по уровню дохода, одновременно порождая новую проблему: как найти «выход» из провалившегося политического курса»<sup>[80]</sup>.

Еще одно непредвиденное последствие политики ФРС состоит во влиянии на вкладчиков. Политика нулевой процентной ставки по кредитам Федеральной резервной системы привела к передаче собственности на 400 млрд долл. ежегодно от рядовых американцев в крупные банки. Скорректированные условия процентной ставки в 2 % принесли бы 400 млрд долл. вкладчикам, которые оставили деньги в банке. Вместо этого они не получают ничего, а прибыль идет банкам, которые могут повторно ссуживать эти легкие деньги на основе кредитов и получать значительную прибыль. Часть проекта ФРС состоит в том, чтобы оштрафовать вкладчиков, отбить у них охоту оставлять деньги в банке и побудить их инвестировать в рискованные активы, такие как акции и недвижимость,



чтобы искусственно поддерживать залоговую стоимость на этих рынках.

Но многие вкладчики по природе своей консервативны, и совершенно обоснованно. 82-летняя пенсионерка не хочет инвестировать в акции, потому что может легко потерять 30 % пенсионных накоплений, когда очередной пузырь лопнет. 22-летний выпускник вуза, копящий на первоначальный взнос за свой первый кондоминиум, может избегать акций по той же причине. Оба эти вкладчика надеются получить приемлемый процент по банковскому счету, но процентная политика ФРС гарантирует, что они ничего не получают. В результате многие жители откладывают с пенсионных и зарплатных чеков даже *больше*, чтобы возместить нехватку рыночной ставки процента. Таким образом, манипуляции ФРС, предпринятые для того, чтобы отбить охоту к накоплениям, на самом деле *увеличивают* накопления, делаемые в целях предосторожности для возмещения потерянного процента. Об этой поведенческой реакции не написано в учебниках, и она не входит в модели, используемые ФРС.

Политика Федеральной резервной системы также нанесла ущерб ссудам мелким и средним предприятиям. Это не беспокоит ФРС, поскольку она стоит на страже интересов крупных банков. В недавно опубликованной статье профессор Университета Джонса Хопкинса Стив Ханке указал на причину этого вреда ссудам предприятиям малого и среднего бизнеса<sup>[81]</sup>. Ханке аргументирует, что ссуды таким предприятиям финансируются банками через межбанковское кредитование. По существу, банк А ссуживает деньги банку Б на межбанковском рынке, так что банк Б может дать ссуду малому бизнесу. Но такие ссуды сегодня для банков непривлекательны, потому что процент межбанковского кредитования ввиду вмешательства ФРС равен нулю. Поскольку банки не могут получить рыночную доходность на таком межбанковском кредитовании, они не участвуют в этом рынке. В результате ликвидность рынка межбанковского кредитования низка, и у банков больше нет уверенности, что при необходимости они добудут средства. Таким образом, из-за неопределенности финансирования банки неохотно расширяют набор займов для малого и среднего бизнеса.

Вытекающий из этого кризис кредитования малых и средних предприятий – это одна из причин того, что безработица остается неизменно высокой. Большие компании, такие как Apple и IBM, не нуждаются в банках для финансирования развития; для них не проблема финансировать деятельность через внутренние денежные ресурсы или рынки облигаций. Но большие предприятия не создают новых рабочих мест; создание новых рабочих мест главным образом исходит от малого

бизнеса. Когда ФРС деформирует рынок межбанковского кредитования путем поддержания слишком низкого процента, это лишает малый бизнес кредитов на текущие потребности и причиняет ущерб его возможности финансировать создание рабочих мест.

Еще одни незапланированные последствия политики ФРС более неочевидны и коварны. Одно из них – это пагубное поведение банков в поисках процентного дохода. При нулевой процентной ставке финансовым учреждениям сложно получить рентабельность капитала, и для увеличения процента они прибегают к применению заемного капитала, использованию долга или деривативов. Применение заемного капитала от долга расширяет баланс банка и одновременно увеличивает его потребность в капитале. По этой причине финансовые учреждения предпочитают стратегии деривативов, используя свопы и опционы для достижения желаемой рентабельности, поскольку деривативы записываются во внебалансовые отчеты и не требуют так много капитала, как займы.

Обе стороны сделок с деривативами для гарантии исполнения договора требуют высококачественного финансового обеспечения, такого как казначейские билеты. Часто качество активов, доступных для этого банковского предоставленного обеспечения, низко. В этих условиях банк, который хочет совершить внебалансовую транзакцию, привлекает обмен активами с финансовым инвестором, при этом банк дает инвестору низкопроцентные ценные бумаги в обмен на высокопроцентные, например казначейские билеты. Банк дает обязательство позднее совершить операцию на возвратной основе, так что инвестор может получить свои казначейские билеты обратно. Когда у банка появляются казначейские билеты, он может отдать их в залог противоположной стороне по сделке с деривативами как «хороший залог» и вступить в эту сделку, таким образом получая хорошую прибыль по внебалансовому счету при требуемом ограниченном капитале. В результате двусторонняя сделка превращается в трехстороннюю с вовлечением большего количества обязательств и более сложной сетью взаимных обязательств, включающей банки и внебанковских инвесторов.

Эти махинации работают, поскольку рынок относительно спокоен и нет паники по изъятию залога. Однако во время кризиса ликвидности наподобие испытанного в 2008 г. эти плотные сети взаимосвязанных обязательств быстро перестают работать, потому что требование «хорошего» залога немедленно превышает предложение, и стороны борются, продавая по бросовой цене все залоговые активы, чтобы получить наличные. В результате этой схватки за то, чтобы ухватить хороший залог, вскоре

начинается еще одна вызванная ликвидностью паника, порождающая колебания почвы на рынке.

Обмен активами – это лишь один из способов, которыми финансовые учреждения увеличивают риск, стремясь к более высоким прибылям в условиях низкой процентной ставки. Исчерпывающее исследование, проведенное МВФ и покрывающее период 1997-2011 гг., показывает, что политика низкой процентной ставки Федеральной резервной системы закономерно связана с повышением рисков, на которые идут банки<sup>[82]</sup>. Исследование МВФ также показывает, что чем дольше ставки держатся на низком уровне, тем больше риск, на который идут банки. Исследование МВФ делает вывод, что продолжительные периоды исключительно низких процентных ставок наподобие того, который устроен ФРС с 2008 г. – это рецепт увеличения системного риска. Регулируя процентные ставки до нуля, ФРС поощряет поиск процентного дохода и сопровождающие его трюки со внебалансовыми отчетами и обменом активами. В ходе тушения огня прошлой паники ФРС готовит растопку для еще более обширного пожара.

### **Затуманенный хрустальный шар**

Самое тревожное последствие манипуляций ФРС – это перспектива краха рынка акций, который развернется через несколько месяцев или даже раньше. Он может стать результатом политики ФРС, основанной на прогнозах, которые в существенной мере ошибочны. На самом деле точность прогнозов ФРС уже давно ужасает.

Если ФРС недооценит потенциальный рост, это значит, что процентные ставки будут слишком низкими и вероятный результат – инфляция и отрицательные реальные процентные ставки. Такие условия наносят ущерб накоплению капитала и, как показывает опыт, обеспечивают худшую выручку от акций. И наоборот, если ФРС переоценит потенциальный рост, политика будет слишком суровой и экономика войдет в стадию рецессии, что нанесет ущерб прибылям корпораций и повлечет падение акций. Другими словами, ошибки прогнозирования в любом направлении влекут за собой ошибки в политике, что выражается в спаде на рынке акций. Единственные условия, которые в конечном итоге не оказываются плохими для акций, – это высокая точность прогноза ФРС и безошибочность политики – это, к несчастью, наименее вероятный сценарий. С учетом больших надежд на акции, взаимосвязанности банков и

скрытное применения заемного капитала любая уязвимость рынка акций легко скатится в его крах. Неизвестно, как это произойдет, но, вероятно, на основе текущих условий и прошлых ошибок прогнозирования Федеральной резервной системы<sup>[83]</sup>.

Как показывают эти иллюстрации, последствия рыночных манипуляций Федеральной резервной системы простираются далеко за пределы определяемых политикой процентных ставок. Политика ФРС влечет потери сбережений, инвестиций и малого бизнеса. Итоговая безработица носит дефляционный характер, хотя ФРС отчаянно пытается стимулировать инфляцию. Начинаясь дефляция укрепляет позиции доллара, что затем понизит цену в долларах на золото и другие товары, что усугубит дефляцию.

Напротив, политика ФРС, направленная на стимулирование инфляции в США, частично за счет валютных курсов, усугубляет дефляцию в экономиках торговых партнеров США, таких как Япония. Эти торговые партнеры наносят ответный удар, снижая стоимость своих собственных валют. На данный момент Япония – это самый известный пример. За восьмимесячный период с середины сентября 2012 г. до середины мая 2013 г. японская иена рухнула на 33 % по отношению к доллару США. Дешевая иена предназначена для увеличения инфляции в Японии через повышение импортных цен на энергию. Но удешевление иены наносит ущерб корейскому экспорту таких компаний, как Samsung и Hyundai, которые конкурируют с японским экспортом SONY и Toyota. Это вынуждает Корею снижать процентные ставки, чтобы удешевить свою валюту, и так далее по всему миру – неуправляемое сокращение процентных ставок, печать денег, импорт инфляции и эффект домино, запущенные манипуляциями ФРС с мировой ключевой валютой. Результат их – не эффективная политика, а всемирная сумятица.

Федеральная резервная система защищает свое вторжение на рынок как необходимое для преодоления нарушений нормального функционирования рынка наподобие наблюдавшихся в 2008 г., когда ликвидность исчезла, а доверие к фондам денежного рынка потерпело крах. Конечно, правда и то, что кризис ликвидности 2008 г. сам по себе был продуктом более ранних просчетов в политике ФРС, начавшихся в 2002 г. В то время как ФРС концентрируется на запланированных результатах своих политических мер, она, кажется, уделяет мало внимания незапланированным.

## Асимметричный рынок

С точки зрения ФРС наиболее важная часть ее программы по снижению страха на рынке – это информационная политика, также называемая «политикой заявлений о намерениях», с помощью которой ФРС намеревается расширить влияние послаблений, давая обязательство, что они продлятся на длительное время или пока не будут достигнуты определенные целевые показатели безработицы и инфляции. Дебаты о программе политики заявлений о намерениях как дополнении к рыночному воздействию – это продолжение одного из наиболее давно существующих вопросов умственных изысканий в современной экономике. Это исследование оперирует несовершенной информацией, это так называемая информационная асимметрия – ситуация, когда одна сторона обладает большей информацией, чем другая, что влечет неоптимальное поведение обеих сторон.

Этой сфере дала старт статья Джорджа Акерлофа 1970 г. «Рынок «лимонов»<sup>[84]</sup>: качественная неопределенность и рыночный механизм» (The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism), в которой продажи поддержанных машин использовались как пример для выражения авторской точки зрения<sup>[85]</sup>. Акерлоф был награжден Нобелевской премией по экономике в 2001 г. в том числе за эту работу. В статье он говорит о том, что продавец поддержанной машины прекрасно знает, работает машина безотказно или она низкокачественная – «лимон». Покупатель этого не знает, и возникает асимметричность информации покупателя и продавца. Затем это неравенство информации предопределяет враждебность поведения. Покупатели могут предполагать, что все поддержанные машины – «лимоны», в то время как продавцы будут стоять на своем. Эта убежденность приводит к тому, что покупатели занижают цену, которую готовы заплатить. Продавцы высококачественных поддержанных машин могут отвергнуть сверхнизкую цену, предлагаемую покупателем, и отказать в продаже. В крайнем случае рынок поддержанных машин может вообще исчезнуть, поскольку покупатели и продавцы слишком расходятся в цене, пусть даже теоретически существовала бы цена, обеспечивающая равенство спроса и предложения при условии, что обе стороны сделки обладали бы полной информацией.

Подержанные машины – это только один пример проблемы асимметричности информации, которая применима в отношении огромного множества товаров и услуг, включая финансовые операции. Интересно, что

золото не страдает от этой проблемы, поскольку имеет единый стандарт. За исключением случаев подделки «лимонов», когда речь идет о золотых слитках.

Являющаяся эталоном для экономистов с 1970 г. работа Акерлофа применима к многочисленным проблемам. Выводы из анализа Акерлофа глубоки. При налаживании коммуникации и снижении информационной асимметричности рынки могут стать более эффективными и выполнять свои функции обнаружения цены более безотказно, снижая цены для потребителей.

В 1980 г. вопрос роли информации на эффективных рынках был поднят на тот момент 26-летним экономистом по имени Бен Ш. Бернанке в работе под названием «Необратимость, неопределенность и циклические инвестиции» (Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment)<sup>[86]</sup>. В этой работе Бернанке обратился к процессу принятия решения об инвестировании, задавшись вопросом, как неопределенность относительно будущей политики и условий бизнеса препятствует такому инвестированию. Это был исключительно важный вопрос. Инвестирование – одна из четырех основных составляющих ВВП наряду с потреблением, бюджетными расходами и чистым экспортом. Из всех них инвестирование, может быть, самая важная составляющая, поскольку оно обуславливает ВВП не только в момент реализации, но и в последующие годы через отдачу улучшенной продуктивности. Инвестирование в новые предприятия также может стать катализатором найма персонала, а затем возможно увеличение потребления через выплату зарплат из прибылей от капиталовложений. Любые помехи инвестированию будут иметь губительное влияние на рост экономики в целом.

Нехватка инвестирования внесла большой вклад в продолжительность Великой депрессии. Ученые от Милтона Фридмана и Анны Шварц до Бена Бернанке называли основной причиной Великой депрессии денежную политику. Но значительно меньше усилий отводилось изучению вопроса, почему Великая депрессия длилась так долго по сравнению с относительно короткой депрессией 1920 г. Чарльз Киндлбергер верно указал на причину затяжного характера Великой депрессии в виде политической неопределенности. Эта теория считает, что даже когда рыночные цены значительно снижаются для привлечения инвесторов обратно в экономику, инвесторы все еще могут воздерживаться, поскольку непостоянство государственной политики делает невозможным подсчет прибыли с какой бы то ни было степенью точности. Политическая неопределенность относится к большему, чем обычная неопределенность любого бизнеса,



вызванная сменой предпочтений потребителей или более или менее эффективной реализацией бизнес-плана. Она имеет отношение к добавочной неопределенности, вызванной государственной политикой активного вмешательства, демонстративно предпринимаемой для улучшения условий, которая, как правило, ухудшает ситуацию.

Дата публикации работы Бернанке – 1980 г. – балансирует между трех крупных периодов неопределенности политического курса за последние сто лет: 1930-ми, 1970-ми и 2010-ми.

В 1930-х эта неопределенность была вызвана колеблющимся переменчивым характером политики вмешательства в вопросы контроля цены, ценовых дотаций, трудового законодательства, конфискации золота и, сверх того, усугублялась решениями Верховного суда, поддерживающими одни программы и аннулирующими другие. Даже при огромном ресурсе незадействованной рабочей силы и предельно низких ценах капиталисты в 1930-х были сторонними наблюдателями, до тех пор пока облако политической неопределенности не было развеяно под давлением во время Второй мировой войны и окончательно со снижением налогов в 1946 г.<sup>[87]</sup> И только когда правительство отошло в сторону, экономика США наконец-то избавилась от Великой депрессии.

В 1970-х экономика США переживала еще один период исключительной политической нестабильности. Этот период длился 10 лет, начавшись в 1971 г. с контролем Никсона над зарплатами и ценами и отменой золотого стандарта и продолжившись в 1980 г. дополнительным подоходным налогом на неочищенную нефть Джимми Картера.

То же недомогание поражает экономику США сегодня в силу политической нестабильности, вызванной бюджетными войнами, государственным регулированием медицинского обслуживания, налоговой политики и экологического законодательства. Вопрос не в том, хорош или плох каждый политический выбор объективно. Основной вопрос в том, что инвесторы *не знают*, какому политическому курсу будет оказано предпочтение, и поэтому не могут подсчитать прибыли с достаточной четкостью, чтобы вложить капитал с риском.

В своей работе 1980 г. Бернанке начал анализ с краткого повторения классического различия между риском и неопределенностью, впервые сформулированного Фрэнком Х. Найтом в 1921 г. в книге «Риск, неопределенность и прибыль»<sup>[88]</sup> (Risk, Uncertainty and Profit)<sup>[89]</sup>. В терминологии Найта слово «риск» относится к случайным результатам, которые инвесторы могут смоделировать с известной вероятностью, тогда

как «неопределенность» относится к случайным результатам с неизвестной вероятностью. Как правило, инвестор готов противостоять риску, но может оказаться парализованным перед лицом исключительной неопределенности. Вклад Бернанке заключался в том, что он сформулировал эту проблему как проблему упущенной выгоды. Инвесторы могут действительно бояться неопределенности, но они также могут бояться бездействия, и стоимость бездействия может превысить стоимость решения ринуться в неведомое. Напротив, стоимость бездействия можно сократить за счет преимуществ ожидания новой информации. По формулировке Бернанке, «Инвестирование окупится... когда стоимость ожидания... превысит ожидаемый выигрыш от ожидания. Ожидаемый выигрыш от ожидания – это вероятность, что [новая] информация... заставит инвестора пожалеть о своем решении вложить деньги... Мотив ожидания – это... беспокойство по поводу возможности получения неблагоприятных новостей»<sup>[90]</sup>. Этот пассаж – розеттский камень<sup>[91]</sup> интерпретации всех политических мер Бернанке по вопросам денежной политики во время его пребывания на посту председателя совета управляющих Федеральной резервной системы. После 2008 г. ФРС под руководством Бернанке увеличила стоимость ожидания, предложив инвесторам нулевую прибыль по наличным, и сократила стоимость движения вперед, предложив меры политики заявлений о намерениях. Увеличением стоимости ожидания и сокращением стоимости движения вперед Бернанке склонял чашу весов в пользу немедленного инвестирования и помощи росту экономики посредством рабочих мест и доходов, которые сопутствуют подобному инвестированию. Бернанке был образцовым планировщиком, который вернул капиталистов обратно в игру инвестирования. Бернанке раскрыл свои карты, написав: «Будет нетрудно применить наш пример к... экономике в модели равновесного экономического цикла. Изначально в экономике... считается наилучшим управление с помощью центрального планирования»<sup>[92]</sup>.

Логика Бернанке глубоко ошибочна, поскольку она предполагает, что учреждение, которое *уменьшает* неопределенность, одновременно не *добавляет* ее своим поведением. ФРС предложила политику заявлений о намерениях касательно процентной ставки – но насколько инвесторы могут быть уверены, что ФРС не передумает? ФРС говорит, что поднимет процентные ставки при наступлении определенных условий – но насколько инвесторы могут быть уверены, что эти условия вообще достижимы? Пытаясь убрать один вид неопределенности, ФРС просто заменяет ее



новым, относящимся к своей способности выполнить первую задачу. Неопределенность касательно будущей политики сменилась неопределенностью надежности политики заявлений о намерениях. Это может быть второй производной неопределенности, ухудшившей дело из-за зависимости скорее от капризов планировщиков, чем от деятельности на рынке.

Свободные рынки имеют значение не только в силу идеологии, но и в силу эффективности; они несовершенны, однако они лучше, чем любой другой вариант. Акерлоф иллюстрирует стоимость асимметричности информации в определенный момент времени, тогда как Бернанке показывает стоимость информационной неопределенности в долгосрочной перспективе. Оба они правы в вопросе теоретической стоимости, но оба игнорируют полную стоимость попытки решить проблему с помощью вмешательства государства. Акерлоф был как минимум скромнее относительно этих ограничений, тогда как Бернанке на протяжении всей карьеры демонстрировал гордыню центрального планировщика.

Адам Смит и Фридрих Хайек предупреждали о невозможности задачи ФРС и опасностях попыток ее решить, однако Чарльз Гудхарт указал на еще большую опасность. Даже центральному планировщику требуются рыночные сигналы для претворения плана в жизнь. Комиссару по одежде в духе Советского Союза, который приказывает, что все носки должны быть зеленого цвета, вероятно, будет интересно узнать, что зеленый глубоко непопулярен и носки останутся лежать на полках магазина. ФРС тоже полагается на ценовые сигналы, особенно те, что имеют отношение к инфляции, ценам на сырьевые товары и акции, безработице, недвижимости и многим другим переменным. Что происходит, когда вы манипулируете рынком, используя ценовые сигналы, которые являются результатом того, что вы манипулируете рынком? Именно этот вопрос задает закон Гудхарта.

Центральный планировщик должен исключить уверенность в чем-то вторжении, чтобы собрать информацию о результатах этого вторжения. Но такая информация – это ложный сигнал, потому что она не является результатом деятельности свободного рынка. Это рекурсивная функция. Попросту говоря, у центрального планировщика нет другого выбора, кроме как пить свой собственный Kool-Aid<sup>[93]</sup>. Это великая дилемма для Федеральной резервной системы и всех центробанков, которые стремятся вывести свои экономики из новой депрессии. Чем больше эти институции вторгаются на рынок, тем меньше они знают о реальных экономических условиях и тем выше необходимость вторжения. Одна из форм найтовской неопределенности заменяется другой. Политическая неопределенность

становится повсеместной, поскольку капитал ждет возврата реальных рынков.

В противоположность шекспировскому Саланио мы больше не можем доверять тому, что нам говорят рынки. Это произошло потому, что те, кто контролирует их, не доверяют самим рынкам; Йеллен и иже с ней решили, что их теоретическая рука более могущественна, чем «невидимая рука» Адама Смита. Результатом стало медленное падение функциональности рынка, что, в свою очередь, предвещает медленное падение реальной экономики – и доллара.

## Глава 4. Новые финансовые милитаристы Китая

*...большинство стран потерпели неудачу в процессе реформ и регулирования именно потому, что те сектора экономики, которые выигрывали от... отклонений в развитии, были достаточно сильны, чтобы блокировать любую попытку ликвидировать эти отклонения.*

*Майкл Петтис, преподаватель финансов и экономики Пекинского университета. Декабрь 2012 г.*

*Теневой банковский сектор Китая стал потенциальным источником системного финансового риска... До некоторой степени это по существу мошенническая схема Понци<sup>[94]</sup> <sup>[95]</sup>.*

*Сяо Ган, глава Банка Китая. Октябрь 2012 г.*

### Бремя истории

Современному западному взору Китай предстает монолитным джаггернаутом, готовым завладеть Восточной Азией и превзойти Запад в богатстве и объеме производства за считанные годы. В действительности Китай – это хрупкая конструкция, которая может легко обрушиться в хаос, как это много раз случалось прежде. Никто не знает это лучше, чем сами китайцы, которые понимают, что будущее Китая крайне неопределенно.

Китай – это самая длинная непрерывная цивилизация в мировой истории, включающая 12 крупных династий, множество мелких, сотни правителей и политических режимов. Будучи далеко не однородным, Китай состоит из бесчисленных культур и этнических групп, объединяя в себе тесную, сложную сеть регионов, крупных и мелких городов и деревень, связанных торговлей и инфраструктурой, которая избежала периодических разрывов последовательности других великих цивилизаций, от ацтекской до зимбабвийской.

Основной вклад в долговечность китайской цивилизации внес

колеблющийся характер правления, состоящий из периодов централизации, за которыми следовали периоды децентрализации, а затем восстановление централизации и так далее, тысячелетие за тысячелетием. Эта история напоминает движение меха аккордеона, расширяющегося и сокращающегося в ходе исполнения одной и той же песни. Тенденция к децентрализации с политической точки зрения дала китайской цивилизации прочность, необходимую, чтобы избежать полного краха центра, характерного для Рима и инков. Напротив, способность к централизации с политической точки зрения предотвратила тысячи локальных узлов от превращения в аграрную мозаику, хаотичную и разъединенную. Китай переживает взлеты и падения, но так и не исчезает.

Знание китайской истории централизации, дезинтеграции и вновь возникающего порядка необходимо для понимания сегодняшнего Китая. Западные финансовые аналитики часто подходят к Китаю с преувеличенным доверием к рыночным данным и недостаточной исторической перспективой/справкой для того, чтобы понять культурную динамику Китая. Философ династии Чжоу Лао-цзы выразил китайское восприятие истории в «Дао Дэ Цзин»: «Все вещи расцветают и возвращаются к своему началу»<sup>[96]</sup> <sup>[97]</sup> Учитывать эту точку зрения по-прежнему важно и сегодня.

Централизованные древние династии включают Чжоу (примерно с 1100 г. до н. э.), Цинь (с 221 г. до н. э.) и Хань, которая следовала сразу за Цинь и длилась до 220 г. н. э. В средний период китайской цивилизации пришли централизованные династии Суй в 581 г. н. э. и Тан, которая последовала за Суй в 618 г. Следующее тысячелетие характеризовалось скорее политической централизацией, чем беспорядком, под властью четырех великих династий. Первой была легендарная династия Юань Хубилая<sup>[98]</sup> в 1271 г., затем Мин в 1378 г., Цин в 1644 г. и коммунистическая династия в 1949 г.

Знаменитые эпизоды децентрализации и раздора включают Эпоху воюющих царств примерно в 350 г. до н. э., когда 14 царств стражались за власть на территории между реками Янцзы и Хуанхэ. Шестьсот лет спустя, в 220 г. н. э., началась еще одна фаза децентрализации: Эпоха троецарствия Вэй, Шу и У, за которой последовало соперничество между теряющей свои позиции династией Цинь и возвышающейся Цзинь. Периодическая нестабильность длилась в VI в. н. э., когда сражались династии Чэнь, Северная Чжоу, Северная Ци и Западная Лян, а затем наступил еще один период объединения с династией Суй. Финальный период разрозненности

возник около 923 г. н.э., когда восемь царств сражались за власть в Восточном и Центральном Китае.

Однако раздор не ограничивался долгими периодами децентрализации. Даже периоды централизации включали стадии нарушения общественного порядка, иногда их подавляли, а иногда они отмечали беспорядочную смену династий. Возможно, самым опасным из этих эпизодов было восстание тайпинов с 1850-го до 1864 г. Первопричины этого восстания, превратившегося в гражданскую войну, сегодня кажутся невероятными. Кандидат в административную элиту Хун Сюцюань неоднократно безуспешно сдавал императорский экзамен в конце 1830-х, что положило конец его возможности войти в число ученых, которые составляли элиту. Позднее он объяснил этот провал видением, которое поведало ему, что он – младший брат Иисуса. С помощью друзей и священника он начал кампанию по изгнанию из Китая «дьяволов». На протяжении 1840-х он привлек множество последователей и начал развивать местную автономию в противовес царствующей династии Цин.

К 1850 г. местная религиозная секта Хуна превратилась в сплоченную военную силу и начала одерживать значительные победы над войсками Цин. Было провозглашено «Тайпинское небесное царство» со столицей в Нанкине. Небесное царство осуществляло власть над более чем 100 миллионами китайцев на юге и в августе 1860 г. отправилось на штурм Шанхая. Атака на Шанхай была отбита войсками Цин, командирами и советниками которых на этот момент были европейские военачальники, и пополненными западными войсками и вооружением. К 1864 г. восстание потерпело крах, но цена была велика. Ученые оценивают количество убитых в ходе восстания в 20-40 млн чел.

Сходный период хаоса возник в так называемую Эру милитаристов с 1916-го по 1928 г., когда централизованное управление в Китае существовало только номинально. За власть боролись 27 группировок, возглавляемых милитаристами, которые заключали и разрывали альянсы в различных сочетаниях. И только когда Чан Кайши и Национально-революционная армия наконец победили мятежных милитаристов в 1928 г., установилось подобие единства. Даже тогда Коммунистическая партия Китая, в которой Чан провел безжалостную чистку в 1927 г., умудрилась выжить в южных анклавах, перед тем как предпринять Великий поход, стратегическое отступление от атакующих националистских войск, наконец укрывшись в провинции Шэньси в Северо-Западном Китае.

Наиболее недавний период политического хаоса децентрализации возник в середине правления коммунистической династии, в ходе

Культурной революции 1966-1976 гг. В этот период хаоса Мао Цзедун мобилизовал молодые кадры, называемые «красной гвардией», чтобы выявить и искоренить буржуазные и ревизионистские элементы в правительстве, армии, образовании и других общественных институтах. Миллионы людей были убиты, подвергнуты пыткам, понижены в должности или насильственно высланы из городов в сельскую местность. Исторические места разграблялись, а артефакты уничтожались в попытке «разрушить старый мир и выковать новый», если говорить словами одного из лозунгов. И только со смертью Мао в 1976 г. и арестом радикальной Банды четырех, которая быстро набрала силу после смерти Мао, очаги культурного и экономического разрушения были окончательно уничтожены.

Историческая память об этих тревожных эпизодах глубоко засела в умах лидеров Китая. Она объясняет жестокое подавление наций (Тибет), культур (уйгуры) и религиозных сект (Фалуьгун). Коммунистическая партия не знает, где может возникнуть следующее Небесное царство, но боится его появления. Расстрел студентов и остальных демонстрантов на площади Тяньаньмэнь в 1989 г. вызван той же неопределенностью. Протест, который на Западе взяли бы под контроль при помощи слезоточивого газа и арестов, для коммунистической государственной власти был движением, которое может выйти из-под контроля, и, таким образом, оправдывал огонь на поражение для подавления.

Дэвид Ле, высокопоставленный князек, современный потомок коммунистических революционных героев, недавно сказал в Шанхае, что главный страх современных лидеров Китая – это не военные силы США, а критическое стечение рабочих-мигрантов и мобильные приложения Twitter'a<sup>[99]</sup>. В Китае более 200 млн рабочих-мигрантов, которые живут в крупных городах без официального разрешения на это, и по приказу коммунистической партии их могут насильно вернуть в село. Китай осуществляет жесткий контроль над Интернетом, но мобильные приложения, передающиеся через беспроводные мобильные широкополосные 4G-каналы, не менее опасны в глазах официальных лиц, чем фанатизм несостоявшегося чиновника-мандарина, который верил, что он брат Иисуса Христа. Этот потенциал нестабильности – причина того, что экономический рост имеет первостепенную важность для лидеров Китая: рост – это противовес появляющемуся инакомыслию.

До 1979 г. экономика оперировала принципом «железной чаши риса». Власти не сулили высокого экономического роста, рабочих мест или возможностей; вместо этого они обещали достаточно продовольствия и

удовлетворение основных жизненных потребностей. Колхозов, подневольного труда и центрального планирования было достаточно, чтобы выполнить эти обещания, но не более того. Целью была стабильность, а рост экономики считался второстепенным.

Начиная с 1979 г. Дэн Сяопин разбил железную чашу риса и заменил ее экономикой, мотивированной к росту, которая не гарантировала пищи или товаров первой необходимости, предоставляя людям возможность найти их самостоятельно. Это был никоим образом не свободный рынок или ослабление контроля Коммунистической партии. Однако этого оказалось достаточно, чтобы позволить местным руководителям и иностранным покупателям использовать как дешевую рабочую силу, так и импортированные технологии для создания сравнительного преимущества в широком спектре конкурентоспособных промышленных товаров.

Результатом стало «китайское чудо». ВВП Китая вырос с 263 млрд долл. в 1979 г. до 404 млрд в 1990 г., 1,2 трлн в 2000 г. и более чем 7,2 трлн в 2011 г. – поразительное увеличение в 27 раз всего за 30 лет. Общий объем производства Китая составляет примерно половину экономики США. Эти высокие темпы роста привели к многочисленным экстраполяциям и расчетам срока в не столь отдаленном будущем, когда китайская экономика превзойдет североамериканскую в общем объеме производства. В этот момент, говорят прогнозисты, Китай вернет свою роль в первом эшелоне мировых сил; позицию, которую он занимал в давно прошедшее время династии Мин.

Экстраполяция – это обычно плохой советчик в вопросах будущего, и эти предсказания могут оказаться преждевременными. Пристальное изучение процесса экономического роста с низкого уровня показывает, что такой рост – вовсе не чудо. Если бы взвешенные политические меры наподобие используемых в Сингапуре и Японии заменили хаос «культурной революции», высоких показателей можно было бы достигнуть несколькими десятилетиями раньше. Сегодня такое же аналитическое исследование порождает сомнения в возможности Китая продолжить рост в бурном темпе грядущих лет.

Динамические процессы, такие как экономический рост, подпадают под действие резких изменений к лучшему или худшему, основанных на использовании или истощении факторов производства. На это указывает классическая статья 1994 г. профессора Принстонского университета Пола Кругмана под названием «Миф об азиатском чуде» (The Myth of Asia's Miracle)<sup>[100]</sup>. Сразу после публикации статья подверглась широкой критике за предсказание снижения темпов развития Китая, но оказалась

пророческой.

Кругман начал с базового положения о том, что рост любой экономики – это результат увеличения доли работающих и производительности. Если в экономике будет одно и то же количество трудящихся, работающих с постоянным уровнем производительности, это приведет к постоянному объему производства при отсутствии роста. Основные движущие силы увеличения числа работающих – это демография и обучение, в то время как основные движущие силы производительности – это капитал и технологии. Без этих затрат производственных факторов экономика не может увеличиваться. Однако когда эти затраты производственных факторов доступны в изобилии, быстрый рост вполне по силам.

К 1980 г. Китай был готов усвоить крупный приток отечественных трудовых ресурсов и иностранного капитала с предсказуемо положительными результатами. Такой переход требует профессионального обучения, которое начинается с основной грамотности и в перспективе включает развитие технических и трудовых навыков. Тот факт, что в Китае было более полумиллиарда крестьян в 1980 г., не обязательно означает, что эти крестьяне за одну ночь могли превратиться в заводских рабочих. Переход к рынку также требует жилищной и транспортной инфраструктуры. На это нужно время, но к 1980 г. процесс начался.

По мере того как рабочая сила перемещалась в города в 1980—1990-х гг., капитал был мобилизован для облегчения производительности труда. Источниками этого капитала стали иностранные частные инвестиции, международные организации, такие как Всемирный банк, и накопления участников внутреннего рынка. Финансовый капитал был быстро обращен в производственные площадки, оборудование и инфраструктуру, необходимую для максимального использования увеличивающегося резерва рабочей силы.

Как указывает Кругман, эта модель затрат производственных факторов рабочей силы и капитала – палка о двух концах. Когда факторы в изобилии, рост может быть высоким, но что случается, когда эти факторы в дефиците? Кругман отвечает очевидным умозаключением: если производственные затраты трудовой силы и капитала снижаются, так же поведет себя и экономический рост. В то время как анализ Кругмана хорошо известен ученым и высшим должностным лицам, он менее известен заводилам Уолл-стрит и СМИ. Экстраполируя высокий рост далеко в будущее, они игнорируют неизбежное снижение затрат производственных факторов.

Например, ручное изготовление товаров силами пятерых рабочих



выразится в определенном уровне производства. Если затем придут пятеро крестьян из села и присоединятся к существующей на фабрике рабочей силе, используя ту же технологию ручного изготовления, производство увеличится вдвое, поскольку рабочих, выполняющих ту же работу, стало вдвое больше. Теперь предположим, что владелец фабрики приобретает машины, которые заменят ручной труд автоматическим, затем обучает рабочих использованию машин. Если каждая машина увеличивает производство по сравнению с ручным трудом вдвое и на каждого рабочего приходится по одной машине, производство опять же вырастет вдвое. В этом случае производство на фабрике достигло 400 %, сначала из-за увеличения вдвое трудовых ресурсов, затем из-за автоматизации процесса. Как объясняет Кругман, это не «чудо». Это понятный процесс наращивания трудовых ресурсов и производительности.

Но этот процесс явно имеет границы. Со временем из села перестанут прибывать новые рабочие, и даже если рабочие будут, могут возникнуть физические или финансовые ограничения в возможности задействовать капитал. Когда у каждого рабочего будет машина, дополнительные машины не увеличат производство, если их можно использовать только поочередно. Экономическое развитие более сложно, чем предполагает этот пример, и существует много других сил, которые влияют на траекторию роста. Но основная установка, что меньшие производственные затраты равняются более низкому росту, неопровержима.

Китай сейчас приближается к этой точке. Это не значит, что рост экономики исчезнет, он просто снизится до устойчивого уровня. Китай поставил себя в такое положение из-за политики «один ребенок на одну семью», принятой в 1978 г., и с тех пор усиленной абортацией и убийством миллионов девочек. Этот спад роста населения, начавшийся 35 лет назад, влияет сегодня на состав занятого взрослого населения. Результаты подытожены в недавнем отчете, сделанном МВФ:

«Китай находится накануне демографических изменений, которые будут иметь далекоидущие последствия для экономической и культурной картины. За несколько лет население трудоспособного возраста достигнет исторического максимума, а затем начнется стремительный спад. Основная часть населения трудоспособного возраста, те, кому исполнилось 20-39 лет, уже начала уменьшаться. Ввиду этого обширный приток низкооплачиваемых работников – основной двигатель китайской модели роста – начнет исчезать, с потенциально далекоидущими

последствиями как в самой стране, так и за рубежом»<sup>[101]</sup>.

Важно, что когда уровень участия рабочей силы снижается, технологии остаются *единственной* движущей силой роста. США также сталкиваются с демографическими сдерживающими факторами из-за снижения уровня рождаемости, но все еще способны увеличивать трудовые ресурсы на 1,5 % ежегодно, частично за счет иммиграции, и сохраняют потенциал даже еще более быстрого роста за счет технологического совершенства. Напротив, в Китае нет испытанных специалистов по изобретению новых технологий, несмотря на успехи в краже существующих. Сдвоенные двигатели роста: трудовые ресурсы и технологии – оба в Китае начинают глохнуть.

Все же официальная статистика говорит, что экономический рост Китая превышает 7 % в год – уровень, на который развитые экономики могут только с завистью смотреть. Как увязать эти заоблачные темпы роста со спадом затрат производственных факторов трудовых ресурсов и капитала, которые Кругман предсказал почти 20 лет назад? Для ответа на этот вопрос надо принять во внимание не только затраты производственных факторов, но и состав роста. Как определено экономистами, ВВП состоит из потребления, инвестиций, бюджетных расходов и чистого экспорта. Увеличение одного или всех этих компонентов вносит свой вклад в рост экономики. Каким образом Китай, кажется, увеличивает эти составляющие, когда затраты производственных факторов снижаются? Китай делает это с помощью заемных средств, долга и дозы жульничества.

Чтобы понять, как это сделано, рассмотрите состав ВВП Китая по сравнению с развитыми экономиками, такими как Соединенные Штаты. В США потребление обычно составляет 71 % ВВП, тогда как в Китае доля потребления 35 %, меньше половины цифры по США. И наоборот, инвестиции в США обычно составляют 13 % ВВП, тогда как в Китае это огромные 48 % от общей суммы. Чистый экспорт составляет около 4 % в экономике и США, и Китая, за исключением полярности знаков. В Китае стоимость экспорта превышает стоимость импорта, что *добавляет* 4 % к ВВП, тогда как в США превышение импорта над экспортом *отнимает* 4 % от ВВП. Короче говоря, двигатель экономики США – потребление, а двигатель экономики Китая – инвестиции.

Инвестирование может быть разумным способом подрастить экономику, поскольку оно имеет двойную отдачу. ВВП растет, когда инвестиции делаются в первый раз, и затем снова растет от повышения

производительности, которую первоначальные инвестиции обеспечивают на будущие годы. Однако этот вид определяемого инвестициями расширения не автоматический. Многое зависит от качества инвестиций; от того, добавляет оно в действительности производительность или тратится впустую – так называемое *неэффективное инвестирование*. Свидетельства недавних лет говорят, что инвестирование в инфраструктуру в Китае сопряжено с огромными потерями. Что еще хуже, это инвестирование финансируется с помощью долга, не подлежащего погашению. Это сочетание бесполезно потраченного капитала и грозного безнадежного долга превращает китайскую экономику в пузырь, который вот-вот лопнет.

### **Ловушка инвестирования**

Недавняя история китайского неэффективного инвестирования обозначает новую главу в повторяющемся спаде китайской цивилизации. В центре этой новой истории – возвышение китайской касты милитаристов, только финансовых, а не военных, которые действуют больше во имя собственных интересов, чем в интересах Китая. Новые финансовые милитаристы выбирают путь взяточничества, коррупции и принуждения. Они – раковая опухоль китайской модели роста и так называемого китайского «чуда».

После коммунистического переворота 1949 г. в Китае всеми фирмами владело и управляло государство. Эта модель преобладала в течение 30 лет, до того как начались экономические реформы Дэна Сяопина. В последующие десятилетия государственные предприятия пошли по одному из трех путей. Некоторые были закрыты или слились в более крупные госпредприятия, чтобы достичь эффективности. Некоторые госпредприятия были приватизированы и стали публичными компаниями, а оставшиеся госпредприятиями обрели мощь в определенных секторах и стали называться «национальными компаниями-лидерами».

Среди наиболее известных супергоспредприятий – Китайская государственная судостроительная корпорация (China State Shipbuilding Corporation), Китайская национальная нефтяная корпорация (China National Petroleum Corporation), Китайская нефтехимическая корпорация (China Petrochemical Corporation, или SINOPEC) и China Telecom. В Китае свыше 100 подобных гигантских корпораций, принадлежащих правительству, под централизованным государственным управлением. В 2010 г. десять наиболее прибыльных госпредприятий производили более 50 млрд долл.

чистой прибыли<sup>[102]</sup>. Государственные суперпредприятия организованы в 16 мегапроектов, нацеленных на совершенствование технологий и инноваций в Китае. Эти мегапроекты находятся в таких секторах, как широкополосная беспроводная связь, добыча нефти и газа и производство крупноразмерных самолетов<sup>[103]</sup>.

Независимо от пути, по которому пошло государственное предприятие, в процесс вмешивались коррупция и кумовство. Главы приватизированных госпредприятий получали сделки на льготных условиях, включая доленое финансирование до открытого размещения акций на фондовой бирже и назначения на высшие должности в приватизированном предприятии. В предприятиях, которые остались государственными, возможности для коррупции были еще более явными. Члены правления и руководство были политическими назначенцами, и госпредприятия были защищены от международной и внутренней конкуренции. Они получали дешевое финансирование от принадлежащих государству банков и заказы на товары и услуги от государственных учреждений, а также других госпредприятий. Результатом стала плотная сложная сеть государственных чиновников, князьков компартии и частных владельцев-управляющих, и все они обогащались за счет роста Китая. Элита стала паразитирующим классом, насыщающимся за счет того, что в противном случае стало бы плодотворным и нормальным процессом роста.

Рост паразитной элиты тесно связан с преобладанием неэффективного инвестирования. Необходимость для китайской экономики сместить баланс с инвестирования на потребление, как настоятельно советует МВФ и другие официальные организации, рухнула под напором личных интересов элиты, которая отдает предпочтение капитальному строительству, потому что оно поддерживает прибыли, текущие с их производств стали и алюминия и других предприятий тяжелой промышленности. Новые финансовые милитаристы пристрастились к прибылям от инфраструктуры, несмотря на то что экономисты жалуются на нехватку роста в сферах услуг и потреблении. Тот факт, что эта проблема известна, не означает, что она будет хорошо урегулирована. Как и в любом другом обществе, включая США, интересы элиты могут преобладать над национальными, когда политическая власть элиты сильна.

Конкретные примеры инфраструктурных проектов иллюстрируют бесцельные траты. Нанкин – один из крупнейших городов в Китае с населением, приближающимся к 7 млн. Это также один из наиболее исторически значительных городов, служивший Китаю столицей во время

правления нескольких династий, а также столица «Небесного царства» восстания тайпинов. Впоследствии Нанкин периодически был местонахождением правительства с 1912-го по 1949 г. в период Китайской республики д-ра Суня Ятсена и позднее Чана Кайши.

Хотя для Нанкине тоже актуальны многие из проблем загрязнения и неконтролируемого роста других китайских городов, он более приятен благодаря многочисленным паркам, музеям и широким, засаженным в ряд деревьями бульварам; город был построен под влиянием империи в конце XIX века. Нанкин лежит на скоростной железной дороге Пекин – Шанхай, и до него легко добраться из любого из этих городов. Сегодня он находится в числе самых важных политических, экономических и образовательных центров Китая.

Сразу же непосредственно на юге от Нанкина находится район Цзяннин, место одного из наиболее амбициозных инфраструктурных проектов, которые сейчас реализуются в Китае. Цзяннин состоит из все еще строящихся семи новых городов, соединенных сетью хайвеев и подземным метро. В каждом городе есть собственный кластер небоскребов, люксовых торговых комплексов, пятизвездочных отелей, рукотворных озер, площадок для гольфа, рекреационных центров, жилых домов и научных лабораторий. Этот метрополис обслуживается Южным железнодорожным вокзалом Нанкина на севере и недавно построенным аэропортом на юге. Посетителя не может не впечатлить размах проекта, качество завершенных фаз и скорость, с которой проект осуществляется. Но вот что показалось поразительно странным в ходе недавнего посещения – все эти впечатляющие сооружения были пусты.

Руководители провинции и менеджеры проекта с гордостью сопровождают интересующихся на экскурсии по новому городу, объясняя возможности. На одну лабораторию указывают как на будущую основу китайских широкополосных беспроводных технологий. Другой небоскреб с готовностью описывают как будущий инкубатор китайской альтернативной отрасли управления ресурсами. О незаконченном отеле говорят, что в нем будут проходить конференции мирового уровня с лучшими докладчиками со всего мира.

Тем временем посетитель упорно смотрит на мили илистых пойм с уложенным бетоном и фундаментами со стальной арматурой для еще десятков торговых центров, небоскребов и отелей. Вид этих семи новых городов может быть достаточно пугающим, пока вы не поймете, что Нанкин – один из десятков городов по всему Китаю, строящих подобные метрополисы в уму непостижимых масштабах. Китайцы завоевали во всем

мире репутацию искусных строителей, соперников фараона Рамзеса II.

Южный железнодорожный вокзал Нанкина не пустует, но также иллюстрирует несовершенный подход Китая к развитию инфраструктуры. В 2009 г. Китай еще не успел оправиться от последствий того же краха мирового спроса, который повлиял на США после паники 2008 г. Политический ответ Китая выразился в стимулирующей программе стоимостью 4 трлн юаней, что равно примерно 600 млрд долл., целиком направленных на инвестирование в инфраструктуру. В то же время США запустили стимулирующую программу стоимостью 800 млрд долл. Однако экономика США более чем вдвое превышает по размеру китайскую, так что в сравнении стимулирование в Китае применительно к США было эквивалентно 1,2 трлн долл. Прошло четыре года с запуска программы, и результаты сейчас видны в таких проектах, как скоростная железная дорога Пекин – Шанхай и Южный железнодорожный вокзал Нанкина.

На станции с площадью пола более 450 000 м<sup>2</sup> расположено 128 эскалаторов, а солнечные батареи на крыше вырабатывают свыше 7 МВт энергии. Продажа билетов и выход на платформы высокоавтоматизированы и эффективны. Новые поезда не только быстрые, они также удобные и тихие, даже на максимальной скорости 305 км/ч. Что важно, станцию строили 2 года силами 20 000 рабочих. Если целью такой инфраструктуры было скорее создание краткосрочных рабочих мест, чем выгоды транспортирования, нанкинский Южный вокзал можно признать ограниченно успешным. Долгосрочная проблема в том, что цена билета на высокоскоростной поезд из Шанхая в Нанкин эквивалентна 30 долл., тогда как путешествие на сходное расстояние в США стоит 200 долл. Убытки, которые потерпел Китай при строительстве этого монументального вокзала, с такими глубоко убыточными расценками никогда не получится компенсировать.

Китайские официальные лица протестуют против чрезмерной критики, говоря, что строят высококачественную инфраструктуру для долгосрочного использования. Они указывают, что инвестиции окажутся хорошо обоснованными, если для полной реализации возможностей проекта требуется от 5 до 10 лет. Однако еще не известно, будет ли такая мощность вообще использована.

Помимо огромного масштаба инфраструктуры существуют еще организационные и правовые помехи для точки зрения Китая на развитие научного и технологического секторов экономики. Высокотехнологичная беспроводная широкополосная лаборатория в Цзяннине тому наглядный пример. В этом научном центре находятся огромные здания с просторными

офисами, конференц-залами и большими лабораториями, окруженные привлекательными площадками и эффективной транспортной системой. Местные чиновники уверяют посетителей, что вскоре придут 1500 ученых и технических работников, однако наиболее талантливым техническим специалистам нужно больше, чем просто милое помещение. Этим ученым потребуется культура предпринимательства, непосредственная близость к новейшим разработкам университетов и доступ к чему-то вроде финансового наставничества для стартапов, которое располагает чем-то большим, чем просто чековой книжкой. Можно ли будет осуществить поставку этих ключевых факторов вместе со зданиями – вопрос открытый. Еще одна проблема касательно строительства на долгосрочную перспективу состоит в том, что пока проекты ждут освоения, их могут опередить моральный износ и обесценивание.

Политические лидеры Китая знают о бесцельном расходовании средств на инфраструктуру, которые проникли во всю китайскую экономику. Но как и политические лидеры любой другой страны мира, они в высшей степени ограничены в своей реакции. Проекты действительно создают рабочие места, как минимум в краткосрочной перспективе, и ни один из политиков не хочет ассоциироваться с системой мер, которая вызывает потерю рабочих мест, даже если в долгосрочной перспективе это выразится в более здоровых результатах. В политике слишком часто все краткосрочно, а долгосрочностью пренебрегают.

Между тем инфраструктурные проекты – это золотая жила для князьков, дружков и руководителей госпредприятий. Проектам требуется сталь, цемент, тяжелое строительное оборудование, стекло и медь. Бум строительства выгоден производителям этих материалов и оборудования, и их интересы всегда поддерживают увеличение строительства, независимо от его стоимости или выгоды. В Китае нет рыночной дисциплины, которая бы притормозила эти интересы или перенаправила инвестирование по более прибыльным путям. Вместо этого в Китае есть олигархия элиты, которая настаивает, что их интересы должны удовлетворяться прежде государственных. Способность политической элиты противостоять этой экономической элите ограничена, потому что обе они зачастую переплетены. Как Bloomberg News, так и The New York Times разоблачают взаимосвязанность интересов политической и экономической элит через перекрестную структуру собственности, родственные связи, подставные компании и фиктивных акционеров<sup>[104]</sup>. Сказать «нет» жадному бизнесмену – это одно, но отказать сыну, дочери или другу – это другое. Неработоспособность китайской системы развития инфраструктуры любой

ценой жестко запрограммирована.

Китай может продолжить разгул инфраструктуры, потому что здесь есть неиспользованная кредитоспособность для финансирования новых проектов и списывания убытков, как и раньше. Но такое расширение имеет границы, и китайские лидеры о них знают.

В конечном итоге, если продолжать строить, их можно и не достичь, но последует «жесткая посадка».

## **Теневое финансирование**

В основе этого неоправданного бума инфраструктуры лежит еще более сомнительная банковская структура, используемая для финансирования избыточного строительства. Аналитики Уолл-стрит настаивают, что китайская банковская система демонстрирует слабые признаки стресса и имеет устойчивый баланс. Финансовые резервы Китая, превышающие 3 трлн долл., огромны и обеспечивают достаточные ресурсы для того, чтобы при необходимости оказать финансовую помощь банковской системе. Проблема в том, что банки Китая – это только часть картины. Другая часть состоит из теневой банковской системы безнадёжных активов и скрытых задолженностей, достаточно большой, чтобы угрожать стабильности банков Китая и вызвать финансовую панику с отголосками по всему миру. Однако непрозрачность системы такова, что даже банковские регуляторы Китая не знают, насколько крупны и концентрированы риски. Когда паника начнется, это усложнит ее прекращение.

Теневая банковская система в Китае имеет три источника притока средств: местные государственные обязательства, трастовые продукты и продукты по управлению состояниями. Органам управления городов и провинций Китая не позволено брать облигационные долги таким же образом, как штатам и муниципалитетам США. Однако местные власти Китая для улучшения финансового состояния используют условные обязательства, такие как презумпции гарантии, договорные обязательства и кредиторские задолженности. Трастовые продукты и продукты по управлению состояниями – это два китайских варианта западных финансовых схем.

У китайского населения большой размер сбережений, вызванный скорее рациональными мотивами, чем какими-либо иррациональными или культурными особенностями. В число этих рациональных мотивов входит отсутствие системы социальных гарантий, эффективной медицины,



страхования на случай нетрудоспособности и пенсионного обеспечения. Исторически китайцы рассчитывали на большие семьи и уважение к старшим, которое обеспечит им поддержку в преклонном возрасте, но политика одного ребенка подточила этот социальный столп, и сейчас стареющие китайские пары обнаруживают, что могут рассчитывать только на себя. Большой размер сбережений – это разумная реакция.

Однако, как и вкладчики на Западе, китайцы сгорают от желания получать процентный доход. Низкая процентная ставка, предлагаемая банками (этот вид финансового давления используется и в США), создает предрасположенность китайских вкладчиков к более высокодоходным инвестициям. Иностранные рынки – это в большинстве своем запретная зона ввиду контроля над движением капитала, а собственные фондовые биржи Китая оказались в высшей степени неустойчивыми и в последние годы показывают слабую динамику. Китайские рынки облигаций по-прежнему не сформированы. Вместо этого китайских вкладчиков привлекают два вида активов – недвижимость и структурированные продукты.

Пузырь на китайских рынках собственности, особенно апартаментов и кондоминиумов, хорошо известен, но не каждый китайский вкладчик имеет возможность участвовать в этом рынке. Для них банковская система разработала трастовые структуры и продукты по управлению состояниями. Продукт по управлению состояниями – это пул или фонд, в котором инвесторы приобретают маленькие доли. Затем этот пул берет совокупные средства и инвестирует в более высокодоходные активы. Неудивительно, что эти активы часто состоят из ипотечных кредитов, собственности и корпоративных долговых обязательств. В продукте по управлению состояниями Китай имеет нерегулируемую версию худших черт западной системы финансирования. Продукты по управлению состояниями напоминают обеспеченные залогом долговые и кредитные обязательства и облигации с ипотечным покрытием, которые почти разрушили западные фондовые рынки в 2008 г. Они продаются в Китае даже без минимальной проверки, требуемой собственными американскими некомпетентными рейтинговыми агентствами и Комиссией по ценным бумагам и фондовым рынкам.

Продукты по управлению состояниями финансируют банки, но соответствующие активы и обязательства не появляются в банковских балансовых отчетах. Это позволяет банкам заявлять, что они процветают, когда на самом деле они строят перевернутую пирамиду высокорисковых долгов. Инвесторов привлекают более высокие проценты, которые сулят им

продукты по управлению состояниями. Они предполагают, что, поскольку продукты по управлению состояниями финансируют и пропагандируют банки, первоначальное вложение должно быть защищено банками таким же образом, как при страховании вклада. Как высокий процент, так и защита первоначального вложения – иллюзия.

Средства инвесторов, поступающие в продукты по управлению состояниями, используются для финансирования все той же непроизводительно используемой инфраструктуры и пузырей недвижимости, которые банки финансировали в прошлом, до введения недавних мер по резкому ограничению кредита. Приток наличности от таких проектов зачастую слишком скуден для выполнения обязательств перед инвесторами продуктов по управлению состояниями. Сроки платежа по продуктам по управлению состояниями часто коротки, тогда как проекты, в которые инвестируются средства, долгосрочные. Итоговое несовпадение по срокам активов и обязательств создает потенциальный сценарий паники, если инвесторы откажутся пролонгировать продукты по управлению состояниями, когда придет срок выплаты процентов. Это те же движущие силы, что стали причиной банкротства Bear Stearns и Lehman Brothers в США в 2008 г.

Банки – спонсоры продуктов по управлению состояниями решают проблемы непроизводительных активов и несовпадений по срокам с помощью выпуска новых продуктов по управлению состояниями. Выручка от новых продуктов в дальнейшем используется для приобретения безнадежных активов старых продуктов по управлению состояниями по завышенной стоимости, так чтобы старые продукты по управлению состояниями были погашены при наступлении срока платежа. Это схема Понци колоссального масштаба. По оценкам, в 2013 г. было 20 000 программ продуктов по управлению состояниями против 700 в 2007 г. Один из отчетов по продажам продуктов по управлению состояниями в первой половине 2012 г. оценивал привлеченные новые средства почти в 2 трлн долл.<sup>[105]</sup>

Крушение любой схемы Понци неизбежно, и китайские пузыри недвижимости и инфраструктуры, подпитываемые теневой банковской системой, не исключение. Крах может начаться с неудачи конкретной схемы пролонгации или разоблачения коррупции, ассоциирующейся с конкретным проектом. Конкретный повод провала неважен, потому что он обязательно произойдет, и когда это начнется, катастрофу невозможно будет остановить без государственного регулирования или экстренного финансирования. Вскоре после того как начинается полное разрушение,

инвесторы в большинстве своем выстраиваются в очередь, чтобы погасить свои сертификаты. Банки-спонсоры заплатят первым в очереди, но по мере того, как очередь будет классическим образом удлиняться, банки прекратят выплаты, и большинство останется с бесполезными бумажками. Затем инвесторы будут утверждать, что банки застраховали первоначальные взносы, а банки будут это отрицать. Начнется наплыв требований о возврате средств в сами банки, и регуляторы будут вынуждены закрыть определенные банки. Возникнет общественное недовольство, и – худший кошмар Коммунистической партии – на горизонте замаячит повтор стихийного восстания тайпинов или демонстраций на площади Тяньаньмэнь.

Резерва Китая в 3 трлн долл. достаточно для рекапитализации банков и обеспечения возмещения убытков при таком развитии событий. У Китая есть дополнительная кредитоспособность на государственном уровне, чтобы при необходимости бороться с кризисом, в то время как кредит Китая в МВФ – это еще один источник финансирования. В конце концов, у Китая есть возможности для подавления недовольства и разгребания финансового бардака, если схема Понци с недвижимостью поведет себя так, как описано.

Однако удар по доверию будет непомерной силы. Как ни парадоксально, вследствие финансового краха сбережения увеличатся, а не уменьшатся, поскольку гражданам понадобится копить еще больше, чтобы возместить убытки. Акции стремительно упадут, поскольку инвесторы будут продавать ликвидные активы, чтобы компенсировать воздействие уже неликвидных продуктов по управлению состояниями. Потребление потерпит крах аккурат в тот момент, когда мир будет ждать китайских потребителей, стремящихся на помощь слабому мировому росту. Китай охватит дефляция, которая усилит неохоту китайцев позволить своей валюте укрепляться в сравнении с торговыми партнерами, особенно Соединенными Штатами. Урон, нанесенный доверию и экономическому росту, не ограничится Китаем, и рябь пойдет по всему миру.

## **Осень финансовых милитаристов**

Китайские элиты осознают эту уязвимость и видят, что хаос надвигается. Это предчувствие финансового краха в Китае становится движущей силой одного из крупнейших эпизодов оттока капитала в мировой истории. Китайские элиты, и олигархи, и даже рядовые граждане

убегают, пока еще есть такая возможность.

Китайские законы запрещают гражданам вывозить из страны более 50 000 долл. в год. Однако способы вывезти наличные из Китая, законным образом или нет, ограничены только воображением и творческим подходом тех, кто осуществляет отток капитала. Некоторые способы так же бесхитростны, как набивание наличными чемодана перед посадкой на заграничный авиарейс. The Wall Street Journal в 2012 г. сообщил о следующем эпизоде:

«В июне гражданин Китая приземлился в аэропорту Ванкувера с наличными примерно на 177 500 долл., в основном в стодолларовых банковских билетах США и Канады, находящихся в бумажнике, карманах и спрятанных за подкладкой чемодана... Работник канадской пограничной службы, обнаруживший наличные, сообщил: по словам пассажира, он привез деньги для покупки дома или машины. Он покинул аэропорт со своими деньгами, за вычетом штрафа за сокрытие и недекларирование денежных средств»<sup>[106]</sup>.

В другой истории китайский пивной миллиардер прилетел из Шанхая в Сидней, проехал на машине час в глубь сельской местности, увидел виноградарское хозяйство, не сходя с места предложил 30 млн долл. за право собственности и незамедлительно вернулся в Шанхай – так же быстро, как приехал. Неизвестно, предпочел ли олигарх вино пиву; но в вопросе поиска надежной гавани для своего состояния он предпочел Австралию Китаю.

Прочие способы оттока капитала более сложны, но не менее эффективны. Любимый метод – это установление отношений с коррумпированным оператором казино в Макао, где расточительный китайский азартный игрок может открыть кредитную линию, обеспеченную его банковским счетом. Затем игрок намеренно действует так, что проигрывает огромную сумму денег в какую-нибудь гламурную игру наподобие баккара, ведущуюся в претенциозном VIP-кабинете. Игровой долг немедленно оплачивается снятием денег со счета игрока в Китае. Этот трансфер не влияет на верхнюю границу вывоза капитала, поскольку рассматривается как уплата законного долга. Позднее «невезучий» игрок получает обратно свои наличные от коррумпированного оператора казино за вычетом комиссии за оказание услуг по отмыванию денег.

Еще более крупные суммы отправляются в офшорные зоны посредством неправильного выставления счетов на экспорт и импорт. Например, китайский производитель мебели может создать подставную дистрибьюторскую компанию под юрисдикцией страны со льготным режимом налогообложения, например Панамы. Если принять нормальной экспортной ценой за предмет мебели 200 долл., китайский производитель может выставить панамской компании заниженные счета и брать только 100 долл. за штуку. Затем панамская компания может перепродать продукцию по нормальным каналам дистрибуции по обычной цене 200 долл. «Выручка» 100 долл. с экземпляра, получающаяся в результате выставления заниженных счетов, остается и аккумулируется в Панаме. При поставке миллионов предметов мебели аккумулированная фальшивая выручка в Панаме может достигать сотен миллионов долларов. Если бы не схема выставления счетов, эти деньги вернулись бы в Китай.

Отток капитала элит – это лишь часть намного более крупной истории неравенства доходов элит и простых граждан в Китае. В городских районах доход населения из верхнего 1 % в 24 раза больше среднего дохода всего городского населения. В целом по стране неравенство между верхним 1 % и средним значением тридцатикратно. Эти показатели большого разрыва опираются на официальные данные. Если принять во внимание скрытый доход и отток капитала, неравенство даже больше. The Wall Street Journal сообщает:

«Борьба с неравенством требует противостояния элитам, которые извлекают выгоду из существующего положения и царствования коррупции, которое позволяет чиновникам набивать свои карманы. Ван Сялоу, заместитель главы Китайского национального экономического исследовательского фонда, и Вин Тай Ву, преподаватель экономики Калифорнийского университета в Дэвисе, говорят, что если принимать во внимание то, что они называют «скрытым» доходом – официально не указываемый доход, который может включать результаты взяточничества, – доход 10 % самых богатых жителей Китая в 65 раз превышает доход 10 % самых бедных...»<sup>[107]</sup>

Профессор Минсинь Пэй, специалист по Китаю в Колледже Клермонт Маккенна, утверждает, что коррупция, кумовство и неравенство доходов в современном Китае настолько ярки, что социальные условия крайне напоминают те, что сложились во Франции непосредственно перед

Французской революцией<sup>[108]</sup>. Общая финансовая, социальная и политическая нестабильность настолько велика, что представляет угрозу дальнейшему правлению Коммунистической партии Китая.

Китайские официальные лица обычно преуменьшают значение угроз неэффективного инвестирования в инфраструктуру, пузырей активов, чрезмерной задолженности, коррупции и неравенства доходов. Когда появляется сообщение, что эти все проблемы существенны, чиновники настаивают, что принимаются корректирующие меры и что эти вопросы легко преодолимы по сравнению с общим размером и динамичным ростом китайской экономики. Эти угрозы рассматриваются как болезни роста при рождении нового Китая, а не как развивающийся экзистенциальный кризис.

С учетом истории крахов и паник как на развитых, так и на развивающихся рынках за последние 30 лет, китайские лидеры, возможно, слишком оптимистично оценивают возможность избежать финансовой катастрофы. Громадный размер и взаимосвязанность госпредприятий, банков, правительства и индивидуальных вкладчиков создали сложную систему в критическом состоянии, и достаточно одной искры, чтобы вспыхнул пожар. Однако если даже лидеры правы, говоря, что эти конкретные проблемы легко решаемы по сравнению с общим масштабом, они должны все же признать тот факт, что экономика в целом неэффективна в тех сферах, которые даже коммунистическая партия не может с легкостью игнорировать. Более серьезный вопрос для верхушки Китая – невозможность сместить баланс экономики с инвестирования на потребление без резкого снижения экономического роста. Это замедление, а на самом деле возможная «жесткая посадка» – резкое снижение экономических показателей, событие, к которому не готовы ни коммунистическая партия, ни мир в целом.

Понимание сложной задачи смещения баланса требует еще раз взглянуть на пристрастие Китая к инфраструктуре. Свидетельства чрезмерного инвестирования в стране не ограничиваются рассказами из жизни о колоссальных железнодорожных вокзалах и пустых городах. МВФ предпринял серьезное аналитическое исследование капитальных инвестиций Китая по сравнению с крупной выборкой из 36 развивающихся экономик, в том числе 14 азиатских<sup>[109]</sup>. Заключение исследования: инвестирование в Китае чрезмерно велико и осуществляется за счет доходов населения и потребления. Доклад МВФ утверждает: «... инвестиции в Китае в настоящее время примерно на 10 % от ВВП выше,

чем рекомендуют основные законы экономики».

Также не является тайной то, кто в ответе за нарушение функциональности в ходе чрезмерного инвестирования. Исследование МВФ прямо указывает на контролируемые государством банки и госпредприятия, коррумпированную систему кредитования по знакомству и неэффективное инвестирование, которые наблюдаются во всем Китае. В исследовании говорится: «...государственные предприятия обычно непременно причастны... потому что их подразумеваемая стоимость капитала слишком низка... Банковская система Китая продолжает склоняться к ним в вопросах распределения капитала». Контролируемые государством банки сосредотачивают дешевые деньги в госпредприятиях, которые бесцельно их расходуют на избыточные производственные мощности и строительство городов-призраков.

Даже больше беспокоит тот факт, что это инвестирование в инфраструктуру не только бесцельно, оно нежизнеспособно. Каждый доллар инвестиций в Китае производит в объеме производства меньше, чем доллар раньше, – это ситуация снижения предельного дохода. Если Китай хочет достичь темпов роста ВВП, как в предыдущие годы, инвестиции в перспективе должны значительно превышать 60 % от ВВП. Эта тенденция – не просто соотношение потребления и инвестирования. В классической модели инвестирования население снижает потребление для поддержки инвестирования с тем, чтобы впоследствии они могли потреблять больше. Но сегодняшняя инвестиционная программа Китая – это искаженная версия здоровой модели инвестирования. Неэффективное инвестирование в Китае – это мертвый груз экономики, так что никакой отдачи в потреблении в дальнейшем не будет. Посредством этой модели Китай разрушает благосостояние.

Бремя неэффективного инвестирования несет население, поскольку вкладчики получают процент по своим банковским вкладам ниже рыночного, чтобы госпредприятия могли платить по своим ссудам процент ниже рыночного. Результат – отток благосостояния от населения к крупным предприятиям, оцениваемый МВФ в 4 % от ВВП, что равно 300 млрд долл. ежегодно. Это одна из причин исключительного неравенства доходов в Китае. Таким образом, китайская экономика оказалась заключена в цикл обратной связи. Элиты настаивают на дальнейшем инвестировании, которое дает низкую отдачу, в то время как доходы населения отстают в силу оттока благосостояния к этим самым элитам. Если бы ВВП снизился посредством объема неэффективного финансирования, китайское чудо роста уже было бы в состоянии коллапса.

Тем не менее крах приближается. Профессор Пекинского университета Майкл Петтис произвел интересные подсчеты на основе исследования МВФ касательно инфраструктуры. Сперва Петтис дискутирует с оценкой МВФ в 10 % ВВП как объемом китайского чрезмерного инвестирования. Он указывает, что равноценная группа стран, используемая МВФ для оценки верного уровня инвестирования, может сама быть переинвестирована, так что действительный уровень неэффективных инвестиций в Китае выше, чем 10 % от ВВП. Все же принимая заключение МВФ о том, что Китаю необходимо снизить инвестирование на 10 % от ВВП, Петтис пишет:

«...давайте... дадим Китаю пять лет на то, чтобы снизить инвестирование до 40 % от ВВП с его сегодняшнего уровня 50 %. Чтобы это случилось, инвестирование в Китае должно расти значительно медленнее, чем ВВП. Насколько ниже?... Для достижения этих условий инвестирование должно расти медленнее, чем ВВП, приблизительно на 4,5 % или больше.

Другими словами, если рост ВВП Китая составляет 7 %, китайское инвестирование должно расти на 2,3 %. Если Китай растет на 5 %, инвестиции должны вырасти на 0,4 %. А если Китай растет на 3 %... инвестирование должно на самом деле снизиться на 1,5 % по отношению к предыдущему.

Вывод должен быть очевиден... Любое значимое смещение баланса в исключительном темпе переинвестирования в Китае целесообразно только при очень жестком снижении темпов роста инвестирования, и, возможно, даже сокращении инвестирования»<sup>[110]</sup>.

Предложение о необходимости сместить баланс экономики в Китае с инвестирования в сторону потребления, отнюдь не ново; ведущие политические деятели и США, и Китая обсуждают это уже несколько лет. Подоплека этого смещения баланса заключается в снижении экономического роста в Китае с показателя 7 %, который фиксировался в последние годы. Сейчас стало очевидно, что, возможно, уже слишком поздно для осуществления плавной регулировки: похоже, «момент смещения баланса Китая» уже прошел.

Смещение баланса требует сочетания более высоких доходов



населения и более низкой процентной ставки по вкладам. Итоговый совокупный чистый доход затем может быть направлен на товары и услуги. Факторы возникновения более высокого дохода включают более высокие процентные ставки для вознаграждения вкладчиков и более высокую зарплату для трудящихся. Но обратная сторона повышения процентных ставок и зарплаты – это снижение доходов предприятий, что отрицательно скажется на китайских олигархах. Эти олигархи оказывают политическое давление для сохранения низких зарплат и процентных ставок. За последние 10 лет доля ВВП Китая, обусловленная зарплатами, упала с более чем 50 % до 40 %. Сравним это с относительно постоянными долями 55 % в США. Ситуация с потреблением даже хуже, чем подразумевают средние цифры, потому что зарплата в Китае смещена в сторону высокооплачиваемых работников, не склонных тратить деньги.

На пути потребительских расходов стоит еще одна сила, более могущественная, чем финансовые милитаристы. Это препятствие – демографическая ситуация. Как молодые работники, так и пенсионеры старшего возраста более склонны тратить деньги. Именно работники среднего возраста достигают самого высокого уровня накоплений, чтобы позволить себе дополнительное потребление позднее. В рабочей силе Китая преобладает эта демографическая группа работников, находящаяся на среднем этапе карьеры<sup>[111]</sup>. В результате Китай останется у разбитого корыта с высоким уровнем сбережений до 2030 г. или позже по демографическим причинам, не зависящим от политики и жадности олигархов.

На основе этих демографических данных идеальным моментом для перехода Китая к модели роста, стимулируемой потреблением, был период с 2002-го по 2005 г. Именно в этот период производительная стадия модели, стимулируемой инвестированием, начала изживать себя, а более юный возраст населения благоприятствовал повышению потребления. Сочетание более высоких процентных ставок, призванных вознаградить вкладчиков, и более высокого обменного курса для поощрения импорта наряду с повышением зарплаты для рабочих заводов для увеличения расходов могло бы дать скачок потребления и сместить ресурсы от бесцельного инвестирования. Вместо этого олигархи добились поддержания процентной ставки, обменного курса и зарплаты на уровне ниже оптимального. Таким образом, естественный демографический бум потребления был подавлен и упущен.

Даже если бы Китай сейчас изменил политический курс, что в высшей степени сомнительно, он бы столкнулся с необходимостью карабкаться в

гору, потому что население в среднем сейчас достигло возраста, благоприятствующего накоплению сбережений. Никакая политика не может изменить эту демографию в краткосрочной перспективе, так что кризис низкого потребления в Китае сейчас никуда не денется.

Если принять во внимание состав ВВП, Китай, похоже, приближается к краху на многих фронтах. Потребление страдает от низких зарплат и высокого уровня сбережений ввиду демографических причин. Экспорт страдает от усиления китайского юаня и внешних попыток ослабить доллар и японскую иену. Инвестирование страдает от неэффективного инвестирования и снижения предельного дохода. До той степени, пока экономика поддерживается высоким инвестированием, она – мираж, построенный на зыбучих песках безнадежного долга. Ценность большинства инвестиций в Китае так же пуста, как и здания, которые они производят. Даже те, кто выигрывает от этой дисфункции – финансовые милитаристы, – подобны крысам, бегущим с тонущего корабля с помощью оттока капитала.

Китай может ответить на эти дилеммы, повысив процентные ставки и зарплаты, чтобы увеличить доход населения, но эти политические меры, помогая народу, станут причиной банкротства многих госпредприятий и будут встречать настойчивое сопротивление финансовых милитаристов. Оставшееся действенное решение – это крупномасштабная приватизация, призванная освободить предпринимательскую энергию и творческий подход. Однако этому решению будут противостоять не только финансовые милитаристы, но и сама Коммунистическая партия. Сопротивление приватизации – это точка, в которой сходятся эгоистичные интересы милитаристов и инстинкт выживания Коммунистической партии.

Рост на 4 % – возможно, лучшее, на что Китаю стоит надеяться в дальнейшем, и если финансовые милитаристы продолжат гнуть свою линию, результаты будут значительно хуже.

Продолжающиеся субсидии в неэффективное инвестирование и сдерживание заработной платы обострят двойной кризис безнадежного долга и неравенства доходов, возможно, воспламеняя финансовую панику, ведущую к социальной нестабильности, даже революции. Резервов Китая может оказаться недостаточно, чтобы погасить пламя финансовой паники, поскольку большинство его резервов находятся в долларах, а ФРС намерена обесценить доллар посредством инфляции. Резервы Китая опустошаются ФРС, подобно тому как его экономика опустошается финансовыми милитаристами. Неясно, закончится китайское чудо роста громким крахом или пшиком, но оно тем не менее закончится.

Китай – это не первая цивилизация, которая игнорирует собственную историю. Централизация породила сложность структуры и тесно переплетенную сеть взаимной адаптации, составляющей суть сложных систем. Маленькая ошибка в любой части быстро отражается на всем, и на пути лесного пожара нет просек или высоких пиков, которые бы остановили его. В то время как Коммунистическая партия рассматривает централизацию как источник силы, это наиболее губительная форма слабости, поскольку она ослепляет, не давая разглядеть грядущий крах.

Китай пал жертвой новых финансовых милитаристов, которые одной рукой крадут сбережения, а другой отправляют награбленное за рубеж. История роста Китая не закончилась, но она держит курс на упадок. Что еще хуже, последствия не ограничатся Китаем, эта рябь распространится на весь мир. Это произойдет в то время, когда рост в США, Японии и Европе уже крайне слаб или идет на спад. Как и в 1930-х, депрессия станет общемировой, и от нее будет негде укрыться.

## Глава 5. Новый германский рейх

*Но я хочу вам сообщить еще одно... европейский центробанк готов сделать для сохранения евро все, что потребуется. И поверьте, этого будет достаточно.*

*Марио Драги, президент европейского центробанка. Июль 2012 г. [\[112\]](#)*

*Если кризиса нет, Европа не движется.*

*Вольфганг Шойбле, министр финансов Германии. Декабрь 2012 г. [\[113\]](#)*

### Первый рейх

Тем, кто беззаботно предсказывает падение Европы и евро, хорошо бы понимать, что они сейчас стали свидетелями апофеоза проекта, начавшегося 1200 лет назад. Взгляд на историю в разгар того, как она повторяет себя, обнаруживает, что евро – это самая сильная валюта в мире. Сегодня евро ждет своего часа, он – еще одна угроза владычеству доллара.

Европа уже была объединенной. Пусть не вся, в географическом смысле, но достаточно для того, чтобы установить отчетливое Европейское государство по контрасту с отдельным городом, королевством или страной в регионе под названием Европа. Это единство возникло в франкской империи Карла Великого, *Frankenreich*, в начале IX века н. э. Сходство империи Карла Великого и Европы XXI века поразительно и показательно для тех, особенно в Соединенных Штатах, кто стремится понять европейскую динамику наших дней.

В то время как многие концентрируются на границах, национальностях и культурных различиях, небольшая группа лидеров, поддерживаемых гражданами, продолжает работать над объединением Европы, начатом в пепле Второй мировой войны. «Согласие в многообразии» – это официальный девиз Европейского союза, и слово *согласие* – это тот мотив, который наиболее часто упускают из вида критики и скептики этого политического проекта, который разменял восьмой десяток. Рынки могущественны, но политика – еще более, и эта

истина медленно становится все более очевидной на торговых площадках Лондона, Нью-Йорка и Токио. Европа и ее валюта, евро, несмотря на свои промахи и кризисы, созданы для долговечности.

Карл Великий был христианским последователем римских императоров конца VIII – начала IX века н. э. и первым императором Запада после падения Западной римской империи в 476 г. н. э. Римская империя была не совсем европейской, а скорее средиземноморской империей, хотя простиралась от самого сердца Рима до провинций – современных Испании, Франции и даже Англии. Карл Великий был первым императором, объединившим части территорий современных Германии, Нидерландов и Чехии с бывшими римскими провинциями и Италией для создания объединенного государства в границах, напоминающих современную Западную Европу. И епископы, и миряне звали Карла Великого одинаково – *pater Europae*, отец Европы.

Карл Великий был больше чем король и завоеватель, хотя он был и тем и другим. Он покровительствовал литературе и науке, а также искусству и создал двор в Ахене, состоявший из лучших умов Средневековья, таких как святой Алкуин из Йорка, которого современник и биограф Карла Великого Эйнхард считал «самым ученым человеком земли»<sup>[114]</sup>.<sup>[115]</sup> Заслуги Карла Великого и его двора в образовании, искусстве и архитектуре дали историкам основание называть эту эпоху «Каролингским Ренессансом», вспышкой света в длительном периоде тьмы. Важно, что Карл Великий понимал значимость единообразия внутри всей империи, облегчающего управление, сообщение и торговлю. Он ввел каролингский минускул – шрифт, заменивший многочисленные виды письменности, распространенные в разных частях Европы, и провел административные и военные реформы, направленные на соединение различных завоеванных им стран в единое царство.

Его пристрастие к единообразию не простиралось за границы, необходимые для стабильности. Карл Великий поощрял различия, если они служили его более крупным целям в вопросах образования и религии. Он приветствовал использование священниками местных романских и германских языков – позднее католическая церковь отменила эту практику (впоследствии она была возрождена Вторым ватиканским собором в 1965 г.). Он принимал вассальную клятву у завоеванных врагов, вместо того чтобы уничтожать их культуры и государства. В этих отношениях Карл Великий придерживался политики, которую Евросоюз сегодня называет *сусидиарностью*; ее смысл в том, что единое регулирование должно осуществляться только в сферах, где оно необходимо для достижения

эффективности в целях высшего блага. В других случаях приоритет должен оставаться за местными обычаями и порядками.

Денежная реформа Карла Великого должна показаться европейскому центробанку знакомой. Европейским денежным стандартом до Карла Великого был золотой су, состоящий из *солидов* – византийской римской монеты, введенной императором Константином I в 312 г. н. э. С древних времен золото поставлялось в Римскую империю из шахт около верхнего Нила и Анатолии. Однако развитие ислама в VII веке и последующая потеря Венеции Византийской империей сократили количество торговых путей между Востоком и Западом. Это выразилось в нехватке золота и жестких денежных условиях в западной империи Карла Великого. Он осуществил раннюю форму увеличения денежной массы с помощью перехода к серебряному стандарту, поскольку серебра на Западе было куда больше, чем золота. Он также создал единую валюту, *карolingский ливр* – эквивалент фунта серебра, как меру веса и денег, а монетой государства был *денарий*, равный 1/20 су. С увеличением денежной массы и стандартизацией чеканки монет, наряду с прочими реформами, во Франкской империи бурно развивалась торговля и коммерция.

Империя Карла Великого прожила только 74 года после его смерти в 814 г. н. э. Изначально она была разделена на три части, и каждая часть дарована одному из сыновей Карла Великого, но череда ранних смертей, незаконных наследников, братоубийственных войн и провальной дипломатии привела к долгому упадку и последующему ее исчезновению в 887 г. н. э. Однако политические основы современных Франции и Германии были заложены. Наследие Франкского государства, *Frankenreich*, продолжало жить, пока не приняло новую форму с созданием Священной Римской империи и коронацией Отто I как императора в 962 г. н. э. Эта империя, *Первый рейх*, просуществовала 8 веков, пока ее не уничтожил Наполеон в 1806 г. Возродивший римское политическое единство и поощрявший развитие искусства и науки Карл Великий и его королевство были наиболее важным связующим звеном между античным Римом и современной Европой.

Несмотря на институции Священной Римской империи, тысячелетие после Карла Великого в основном представляло собой хронику грабежей, войн и завоеваний на фоне повторяющейся этнической и религиозной бойни. Времена с 900-го по 1100 г. сопровождалась набегами и вторжениями викингов и их норманнских потомков. В период с 1100-го по 1300 г. доминировали крестовые походы за рубежом и рыцарские бои внутри страны. XIV век столкнулся с Черной смертью<sup>[116]</sup>, которая убила от

трети до половины населения Европы. Эпоха, начавшаяся Католической реформацией в 1545 г., была особенно кровавой. Религиозные конфликты между протестантами и католиками обернулись жестокими гугенотскими войнами с 1562-го по 1598 г., достигнув пика в Тридцатилетней войне 1618-1648 г. – европейском примере всеобщей войны раннего нового времени, в которой наряду с армиями уничтожались мирное население и невоенные цели.

Все страдание и негуманность этих последовавших столетий сохранились в описании осады Сансера в 1572 г., сделанном Лауро Мартинесом. Голодающие жители Сансера постепенно съели своих ослов, мулов, лошадей, кошек и собак. Затем жители города начали употреблять в пищу кожу, шкуры и написанные на пергаменте документы. Цитируя писателя того времени Жана де Лери, Мартинес излагает дальнейшее развитие событий:

«Последним шагом стал каннибализм... Лери... пишет, что жители Сансера «видели, как это... ужасное преступление совершалось в стенах их города. 21 июля было обнаружено и подтверждено, что виноградарь по имени Симон Потар, его жена Эжени и старая женщина, которая жила с ними... съели голову, мозг, печень и внутренности их дочери примерно трех лет...»<sup>[117]</sup>

За этими побоищами следовали войны Людовика XIV, шедшие беспрерывно с 1667-го по 1714 г.; в ходе их «король-солнце» явным образом преследовал политику, нацеленную на выделение Франции из территории, которой когда-то правил Карл Великий.

Европейская кровавая месса продолжилась Семилетней войной (1754-1763), наполеоновскими войнами (1803-1815), Франко-прусской войной (1870-1871), Первой мировой войной. Второй мировой войной и Холокостом. К 1946 г. Европа была духовно и физически истощена и в отвращении и ужасе оглядывалась на горькие плоды национализма, шовинизма, религиозной разобщенности и антисемитизма.

Франция участвовала в каждой из перечисленных войн, а в основе трех наиболее недавних из них: в 1870, 1914 и 1939 гг. – лежал франко-германский конфликт; все они случились в 70-летнем промежутке, в течение одной человеческой жизни. После Второй мировой войны, когда Великобритания боролась с падением собственной империи, совместное господство США и СССР клонилось к горизонту, что выражалось в форме железного занавеса и холодной войны, континентальные государственные

деятели, экономисты и интеллигенция столкнулись с основным вопросом: как избежать очередной войны между Францией и Германией.

## **Новая Европа**

Первый шаг по направлению к объединенной федеральной Европе был сделан в 1948 г. на Гаагском конгрессе, который объединил публичных интеллектуалов, профессионалов и политиков правых и левых взглядов в рамках обширной дискуссии о потенциале политического и экономического союза в Европе. Среди участников помимо многих других были Уинстон Черчилль, Конрад Аденауэр и Франсуа Миттеран. История продолжилась в 1949 г. с основанием Колледжа Европы, элитного аспирантского высшего учебного заведения, предназначенного для популяризации солидарности западноевропейских наций и обучения специалистов для выполнения этой миссии. Как Гаагский конгресс, так и Колледж Европы были организованы государственными деятелями Полем-Анри Спааком, Робером Шуманом, Жаном Монне и Альчиде Де Гаспери.

Великим прозрением этих лидеров было то, что экономическая интеграция впоследствии повлечет интеграцию политическую, что в результате сделает войну неактуальной, если не невозможной.

Первым конкретным шагом к экономической интеграции стало Европейское объединение угля и стали (ECSC), созданное в 1952 г. Первоначально в нем было шесть участников: Франция, Западная Германия, Италия, Бельгия, Люксембург и Нидерланды. ECSC было общим рынком угля и стали – двух крупнейших отраслей производства Европы в то время. В 1957 г. к ECSC присоединилось Европейское сообщество по атомной энергии – Euratom, – предназначенное для развития отрасли ядерной энергии в Европе, а также Европейское экономическое сообщество, или ЕЭС, созданное Римским договором и предназначенное для создания общего рынка в Европе для товаров и услуг помимо угля и стали.

В 1967 г. Договор слияния (Брюссельский договор) объединил ECSC, Euratom и ЕЭС под названием «Европейское сообщество». В 1992 г. Маастрихтский договор назвал Европейское сообщество одним из трех китов нового Европейского союза, наряду с сотрудничеством полицейских сил и правовым сотрудничеством, и для представления нового Евросоюза остальному миру была сформирована Общая внешняя политика и политика безопасности (CFSP). Наконец, в 2009 г. Лиссабонский договор объединил



три кита в единый юридический субъект Европейского союза и выбрал председателя Совета Евросоюза, руководящего общими задачами и политическим курсом.

Наряду с этой экономической и политической интеграцией проводится и настолько же амбициозная денежная интеграция. В центре валютного союза находится Европейский центробанк (ЕЦБ), предусмотренный в Маастрихтском соглашении 1992 г. и официально созданный в 1998 г., вслед за Амстердамским соглашением. Европейский центробанк выпускает евро, являющийся единой валютой для 18 государств – членов еврозоны. Он также находится в обращении на иностранных фондовых биржах по мере необходимости влиять на стоимость евро по сравнению с другими валютами. Европейский центральный банк управляет валютными резервами 18 национальных центробанков еврозоны и производит операции на объединяющей эти банки платежной платформе под названием TARGET2.

В настоящее время евро – это наиболее осязаемый и видимый символ Европы. Его буквально ежедневно хранят, обменивают, зарабатывают и кладут на банковские счета сотни миллионов европейцев, он лежит в основе триллионов транзакций в евро, осуществляемых еще многими миллионами жителей остальной части мира. В 2014 г. штаб-квартира Европейского центробанка переедет<sup>[118]</sup> в новое здание почти 183 м высотой, расположенное в благоустроенном анклав в восточной части Франкфурта. Это здание – памятник постоянству и признанию ЕЦБ и евро.

Многие аналитики рынка, особенно американские, смотрят на Европу и евро через призму теории эффективных рынков и стандартных финансовых моделей – но им чрезвычайно не хватает исторических знаний. Структурные проблемы в Европе достаточно реальны, и аналитики правы, когда указывают на них. Поверхностные решения от подобию нобелевских лауреатов Пола Кругмана и Джозефа Стиглица, провозглашающие, что такие государства, как Испания и Греция, должны выйти из еврозоны, вернуться к своим прежним местным валютам и провести девальвацию для улучшения экспортной конкурентоспособности. При этом не принимается в расчет, каким образом эти государства изначально пришли к евро. Итальянцы и греки слишком хорошо знают, что непрекращающиеся девальвации местной валюты были видом санкционированного государством грабежа вкладчиков и малых предприятий в пользу банков и информированной элиты. Грабеж посредством девальвации – это технократический эквивалент мародерства и войны, который европейцы начали уничтожать всем европроектом.

Европейцы видят, что есть намного более хорошие возможности достичь конкурентоспособности, чем девальвация. Мощь этой точки зрения подтверждается тем фактом, что силы, поддерживающие евро, существенно преобладают на каждых демократических выборах или референдумах, а мнения в поддержку евро доминируют в результатах опросов и исследований.

Облегченная политика единообразия Карла Великого в сочетании с преимущественностью местного обычая существует сегодня в виде принципа субсидиарности Европейского союза. Девиз современного Евросоюза «Согласие в многообразии» мог бы с тем же успехом принадлежать и Карлу Великому.

## От Бреттон-Вудса до Пекина

Проект евро – это часть более общей международной денежной системы, которая сама по себе испытывает значительный стресс и подвергается периодическому реформированию. Со времени Второй мировой войны система прошла через определенные фазы, известные как *Бреттон-Вудская конференция*, *Вашингтонский консенсус* и *Пекинский консенсус*. Все три эти фазы символизируют общие нормы поведения в международной финансовой системе, которые называются *правилами игры*.

Вашингтонский консенсус появился после краха бреттон-вудской системы в конце 1970-х. Международная денежная система в период 1980-1983 гг. была спасена, поскольку Пол Волкер поднял процентные ставки, а Рональд Рейган снизил налоги, и вместе они создали прочный доллар, или политику его величества доллара. Сочетание повышения процентных ставок, снижения налогов и уменьшения регуляции сделало США магнитом для вкладов со всего мира и таким образом спасло доллар. К 1985 г. доллар был так силен, что в отеле Plaza в Нью-Йорке была организована международная конференция для того, чтобы снизить его стоимость. За ней последовала еще одна международная валютная конференция в 1987 г. в парижском Лувре, которая неформально стабилизировала валютный курс. Соглашение в Plaza и Луврское соглашение закрепили новый долларовый стандарт, но международная валютная система все еще была *ad hoc*<sup>[119]</sup> и находилась в поиске логически связного комплекса принципов.

В 1989 г. отсутствующее умственное связующее звено для долларового стандарта создал экономист Джон Уильямсон в знаковой статье «Что Вашингтон понимает под политической реформой» (What Washington

Means by Policy Reform)<sup>[120]</sup>. В этой работе Уильямсон посулил «Вашингтонский консенсус» за хорошее поведение других стран в новом мире долларowego стандарта. Его намерения были недвусмысленно выражены в открывающих абзацах:

«Ни одно заявление о том, как бороться с кризисом задолженности... не будет полным без воззвания к должникам о принятии их собственного участия – «приведении в порядок собственного дома», «осуществлении политических реформ» или «подчинении жестким условиям». Вопрос, который ставит эта статья: что означают эти фразы и, в частности, как в большинстве случаев их смысловое содержание интерпретируется в Вашингтоне...

Вашингтон в этой статье означает и политический Вашингтон конгресса, и... администрацию и технократический Вашингтон международных финансовых институтов, экономические органы правительства США, Федеральную резервную систему и аналитические центры».

Сложно представить более прямолинейное утверждение о владычестве доллара, исходящее из Вашингтона. Опускание любого упоминания какого-либо государства, кроме США, и любого учреждения, за исключением контролируемых США, говорит о состоянии международной финансовой системы в 1989 г. и в последующие годы.

Уильямсон продолжил описание того, что Вашингтон подразумевает под «приведением в порядок собственного дома» должниками. Он изложил десять принципов, составляющих Вашингтонский консенсус. Эти принципы включали здравые инициативы, такие как бюджетная дисциплина, устранение нерационального субсидирования, снижение налоговой ставки, положительные фактические процентные ставки, открытость иностранному инвестированию, либерализация и защита прав собственности. Не остался незамеченным тот факт, что эти принципы благоприятствуют капитализму свободного рынка и способствуют экспансии банков и корпораций США на мировые рынки.

К началу 2000-х гг. Вашингтонский консенсус был на грани провала из-за развития экономик развивающихся рынков, которые воспринимали владычество доллара как поддержку США за их счет. Это ясно продемонстрировал ответ МВФ на азиатский финансовый кризис 1997-

1998 гг., когда планы МВФ по введению жестких мер вылились в восстания и кровопролитие в Джакарте и Сеуле.

Провал в долгосрочной перспективе Вашингтона по соблюдению своих собственных бюджетных предписаний в сочетании с ускорением экономического роста Азии после 1999 г. стал поводом *Пекинского консенсуса* как альтернативы Вашингтонскому. Пекинский консенсус существует в противоречивых версиях и ему не хватает логической целостности, которую Уильямсон придал Вашингтонскому.

Автору Джошуа Куперу Рамо приписывается введение названия «Пекинский консенсус» в широкий обиход, последовавшее за его знаковой статьей 2004 г. на эту тему<sup>[121]</sup>. Анализ Рамо, будучи оригинальным и провокационным, откровенно признает, что определение «Пекинский консенсус» аморфно. Он пишет: «...Пекинский консенсус... достаточно гибок, чтобы его четко классифицировать как доктрину»<sup>[122]</sup>.

Несмотря на многочисленные экономические составляющие, брошенные в котел Пекинского консенсуса, наиболее значительным аналитическим вкладом Рамо было понимание, что новая экономическая парадигма имеет отношение не только к экономике, вместо этого она является фундаментально геополитической. Вездесущий Джон Уильямсон дополнил Рамо в 2012 г., определив пять столпов Пекинского консенсуса как поступательные реформы, инновации, рост на основе импорта, государственный капитализм и авторитаризм<sup>[123]</sup>.

Как видно на примере Китая, Пекинский консенсус – это любопытная смесь англо-голландского меркантилизма XVII века и политики экономического развития американской школы XVIII века Александра Гамильтона. В интерпретации Коммунистической партии Китая Пекинский консенсус состоит из защиты национального производства, роста на основе импорта и крупной аккумуляции резервов.

Как только политические интеллектуалы дали определение Пекинскому консенсусу, он начал рушиться в силу внутренних противоречий и отступления от исходной модели меркантилизма. Китай использовал протекционизм, чтобы поддерживать зарождающиеся отрасли промышленности, как рекомендовал Гамильтон, но ему не удалось вслед за Гамильтоном поддержать внутреннюю конкуренцию. Гамильтон использовал протекционизм, чтобы дать новым отраслям время встать на ноги, но полагался на конкуренцию в том, чтобы они стали сильнее, так что со временем они могли сохранять позиции в международной торговле. Напротив, китайские элиты нянчатся с «национальными чемпионами»

Китай до такой степени, что большинство из них вряд ли может конкурировать в мировом масштабе без государственных субсидий. К 2012 г. недостатки и ограничения Пекинского консенсуса стали видны невооруженным глазом, хотя его политика все еще широко реализовывалась.

## **Берлинский консенсус**

К 2012 г. Берлинский консенсус восстал из пепла мирового финансового кризиса 2008 г. и европейских кризисов государственного долга 2010-2011 гг. Берлинский консенсус не претендовал на роль мировой «безразмерной» модели экономического роста, скорее он был исключительно специфичен для Европы и развивающихся институций ЕС и еврозоны. В частности, Берлинский консенсус представлял наложение успешной немецкой модели на европейские страны периферии через посредничество Брюсселя и Европейского центробанка. Канцлер Германии Ангела Меркель резюмировала свои усилия в девизе «Больше Европы», но было бы точнее сказать, что проект скорее подразумевает «больше Германии». Берлинский консенсус невозможно полностью применить без структурных изменений, призванных сделать периферию восприимчивой и дополняющей немецкую модель.

Составные части Берлинского консенсуса, предложенные Германией и применяемые к еврозоне, состоят из семи столпов:

Повышение экспорта за счет инноваций и технологий.

Низкая ставка налога на прибыль организаций.

Низкая инфляция.

Инвестирование в производительную инфраструктуру.

Трудовые отношения сотрудничества.

Конкурентные в мировом масштабе затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции и подвижность рабочей силы.

Благоприятный деловой климат.

Каждый из этих столпов Берлинского консенсуса подразумевает политические меры, направленные на достижение конкретной цели и организацию устойчивого роста. В свою очередь, эти меры предполагают определенные валютные соглашения. В основе Берлинского консенсуса лежат сбережения и торговля, а не заимствование и потребление, – это лучший путь роста.

Если рассматривать элементы Берлинского консенсуса поодиночке,

надо начать с акцента на инновации и технологии как ключевой фактор сильного экспортного сектора.

Такие компании, как SAP, Siemens, Volkswagen, Daimler, и многие другие, являются примерами этих норм поведения. Всемирная организация интеллектуальной собственности (ВОИС, WIPO) сообщила, что шесть из крупнейших десяти заявителей на международную защиту торговой марки – члены ЕС. Из 182 112 подавших заявления, оформленные в соответствии с Договором о международной патентной кооперации ВОИС в 2011 г., 27,5 % были поданы членами ЕС, 26,8 % – США и 9,0 % – Китаем<sup>[124]</sup>. В сфере достижений в высшем образовании, научных исследованиях и интеллектуальной собственности ЕС находится наравне с США и серьезно опережает Китай.

Интеллектуальная собственность стимулирует экономический рост только до той степени, до которой ее можно применять в деловой сфере для создания продукции с добавленной ценностью. Ключевой фактор возможности бизнеса повышать производительность путем инноваций – *это низкая ставка налога на прибыль организаций*.

Номинальная налоговая ставка – несовершенный ориентир, потому что она может быть выше, чем налоговая ставка, которая платится на самом деле, ввиду удержаний, кредитов и амортизационных отчислений, однако номинальная ставка – это хороший отправной пункт для анализа. И тут Европа снова выгодно выделяется. Средняя европейская ставка налога на прибыль организаций – 20,67 % по сравнению с 40 % в США и 25 % в Китае, где к государственным добавляются местные подоходные налоги<sup>[125]</sup>. Корпорации в ЕС преимущественно облагаются налогом на национальной основе; это означает, что налог платится только стране пребывания на основе прибылей, полученных в этой стране, что выгодно контрастирует с системой международного налогообложения США: корпорация из США платит налог и на заграничную прибыль, и на внутригосударственную.

Как ЕС, так и США в последние годы добились *низкой инфляции*, но Европа сделала это при значительно меньшей печати денег и манипуляциях с кривой дохода, чем США, что означает, снижение потенциала будущей инфляции на основе изменений оборота или скорости обращения денег. Напротив, Китай испытывает вечные трудности с инфляцией в силу попыток Китая поглотить печать денег Федеральной резервной системой для достижения привязки юаня и доллара. Из трех крупнейших экономических зон у ЕС лучшая динамика показателей инфляции, как в



случае недавнего опыта, так и по части грядущих перспектив.

Подход ЕС к *инвестициям в инфраструктуру* выразился в более высоком качестве и более высокой продуктивности инвестирования, чем и в США, и в Китае. Поскольку крупные инфраструктурные проекты в Европе обычно предполагают международное сотрудничество, они, как правило, оказываются более экономически рациональными и менее подверженными политическому давлению. Показательный пример – туннель под перевалом Сен-Готтард, планируемый к открытию в 2017 г., который тянется на 57 км от начала до конца Швейцарских Альп, которые возвышаются над ним на 3 км. Этот туннель – самый длинный в мире, и его по праву сравнивают с Панамским и Суэцким каналами как мировое историческое достижение в развитии транспортной инфраструктуры на благо торговли и коммерции. Хотя туннель под перевалом Сен-Готтард целиком находится в Швейцарии, это важнейший отрезок общеевропейской сети скоростного железнодорожного транспорта.

Для пассажиров туннель на час сократит сегодняшнее время путешествия из Милана в Цюрих – 3 часа 40 минут. Он увеличит годовую пропускную способность железнодорожных грузовых перевозок по этому маршруту на 250 %, с нынешних 20 млн т до планируемых 50 млн т [\[126\]](#). Туннель под перевалом Сен-Готтард будет соединен с множеством скоростных железнодорожных путей, координируемых принадлежащей ЕС трансъевропейской сетью скоростных железных дорог под названием TEN-R. Эти и многие аналогичные европейские инфраструктурные проекты выгодно отличаются в части долговременной отдачи от китайских городов-призраков или практики бесцельного инвестирования в США, такой как производитель солнечных батарей Solyndra или изготовитель электромобилей Fisker, оба из которых подали заявления о банкротстве.

Немецкая модель координации производственных отношений для крупных предприятий под названием *Mitbestimmung*, или совместное участие в принятии решений, действует с конца Второй мировой войны. Она существенно расширилась в 1976 г. с добавлением требования, чтобы в совете директоров любой корпорации с численностью работников более 500 чел. занимали места представители рабочих. Система участия в принятии решений не заменяет профсоюзы, а дополняет их, обеспечивая вклад рабочих в корпоративный процесс принятия решений на регулярной и продолжительной основе, вдобавок к единичным и часто дезорганизующим процессам коллективных переговоров и случающихся время от времени забастовок. Эта модель уникальна для Германии, другие члены ЕС могут не воспроизводить ее в точности. В вопросе участия в

управлении в Европе значима не точная модель, а пример, который она подает в отношении повышения производительности и конкурентоспособности для предприятий. Немецкая модель выгодно отличается от китайской, где у рабочих мало прав, и от модели США, где производственные отношения – это скорее конфронтация, чем сотрудничество.

Один из столпов Берлинского консенсуса, тот, что сложнее всего внедряется в ЕС в целом, особенно на периферии, – это эффективность трудовой силы, включая *снижение затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции*. В этом вопросе политика заключается в том, чтобы вводить скорее внутренние изменения через снижение номинальной заработной платы в евро, а не внешние, либо девальвируя евро, либо отказываясь от него в пользу местной валюты в таких странах, как Греция или Испания. Последователи Кейнса возражают, что заработная плата очень «липкая» и не отвечает на нормальное воздействие предложения и спроса. Пол Кругман сформулировал обычную точку зрения кейнсианца следующим образом:

«Если бы действительно случился большой избыток предложения трудовой силы, разве мы бы не увидели, что зарплата стремительно падает?

И ответ: нет, заработная плата (и многие цены) так себя не ведут. Интересный вопрос, почему... но это просто факт, настоящее сокращение номинальной заработной платы случается только редко и под сильным давлением...

Так что нет причин полагать, что сокращение заработной платы будет полезно...»[\[127\]](#)

Как и во многих случаях, когда дело касается кейнсианства, этот анализ применим в лучшем случае скорее к специальной ситуации очень организованной рабочей силы на закрытых рынках, чем к неорганизованной рабочей силе на более открытых рынках. По отношению к Европе Кругман выпускает из виду наиболее важный пункт. Акцент на «липкости» заработной платы и снижении выплат касается тех рабочих, у которых уже есть или была работа. В Испании, Италии, Греции, Португалии, Франции и других странах есть миллионы хорошо образованных молодых людей, у которых никогда не было работы. Этот



сектор рабочей силы не имеет установившихся ожиданий о том, сколько им должны платить. Любая работа с приличными условиями, обучением и возможностями карьерного роста покажется привлекательной, даже если более старшее поколение могло бы отвергнуть плату за нее.

Вторая часть столпа эффективной рабочей силы Берлинского консенсуса – это *подвижность рабочей силы*. Важность этого условия для зоны единой валюты была подчеркнута еще в 1961 г. в знаковой статье Роберта Манделла «Теория оптимальных валютных зон» (A Theory of Optimum Currency Areas). Манделл писал:

«...в валютной зоне, включающей в себя много регионов и единую валюту, темпы роста инфляции определяются готовностью центральных органов власти допустить безработицу в регионах, испытывающих дефицит.

...безработицы можно избежать... если центральные банки согласятся, что бремя межнационального урегулирования должно пасть на страны с активным платежным балансом, которые затем будут осуществлять инфляцию, до тех пор пока не прекратится безработица в странах, испытывающих дефицит... Валютная зона... не может предотвратить среди своих участников одновременно безработицу и инфляцию...»<sup>[128]</sup>

Хотя эти слова были написаны почти за 40 лет до введения евро, эти выводы актуальны для еврозоны. Когда условия внешней торговли становятся противоположными для периферии и интересов Германии, либо на периферии будет безработица, либо в Германии начнется инфляция, либо возникнет сочетание того и другого. Поскольку Германия непрямо контролирует Европейский центральный банк и в высшей степени не желает испытывать инфляцию, повышение уровня безработицы на периферии неизбежно.

Однако Манделл указывает, что решение этой дилеммы – подвижность факторов капитала и рабочей силы вне рамок национальных границ. Если капитал для получения преимущества изобилия рабочей силы следует перевести из Германии в Испанию или если рабочую силу можно перенести из Испании в Германию для получения преимущества изобилия капитала в виде производственных мощностей и оборудования, проблему безработицы можно решить без инфляции. Директивы ЕС и использование евро многого достигли в увеличении подвижности капитала. Однако

Европа отстает от остального развитого мира в подвижности в сфере рабочей силы, частично из-за языковых и культурных различий населения разных стран<sup>[129]</sup>. Об этой проблеме широко известно и, поскольку предпринимаются шаги по увеличению подвижности рабочей силы в границах ЕС, ожидания роста больше, чем полагают многие наблюдатели.

Это приводит анализ к последнему элементу Берлинского консенсуса – *благоприятному деловому климату*. То, что экономисты называют неустойчивостью политического режима, – это принципиальное различие между долгими вялотекущими и короткими, резкими депрессиями. Неопределенность денежной и налогово-бюджетной политики может отрицательно повлиять на экономику, как это было видно на примере Соединенных Штатов во время Великой депрессии с 1929-го по 1940 г. и опять заметно в депрессии, которая началась в 2007 г. Но политика не может улучшить экономику, если бизнесмены не хотят инвестировать капитал и создавать новые рабочие места, связанные с таким инвестированием. Когда фаза паники финансово обусловленной депрессии заканчивается, самый крупный камень преткновения для капиталовложений – это неустойчивость политического режима касательно таких вопросов, как налоги, здравоохранение, регулирование и другие издержки на ведение бизнеса. Как США, так и ЕС страдают от неустойчивости политического режима. Берлинский консенсус был создан для ликвидации максимально возможной доли неустойчивости путем ценовой стабильности, платежеспособных денег, финансовой ответственности и единообразия в рамках Европы по важным вопросам регулирования.

В свою очередь, благоприятный деловой климат становится магнитом для капитала не только местных предпринимателей и администраторов, но и зарубежных. Это указывает на возрастающую движущую силу роста ЕС, поставленную на службу Берлинскому консенсусу, – китайский капитал. Когда Пекинский консенсус терпел крах и китайский капитал искал новый дом, китайские инвесторы все чаще смотрели в сторону Европы. Китайские лидеры понимают, что они чрезмерно много вложили в активы в долларах США, но они также знают, что не смогут быстро вывести эти активы. Однако с определенного момента они могут инвестировать в новые резервы другими способами, включая активы в евро. Китай не торопился поддерживать мечущуюся еврозону в 2011 г., но теперь, когда ЕС стабилизировался, они считают евро привлекательной альтернативой долларовым активам. Washington Post сообщала об этом феномене в 2013 г.:

«...по мере того как китайские компании и предприниматели перешли к инвестированию по большей части за рубежом, их все чаще привлекает Европа, где двухлетний всплеск прямых иностранных инвестиций из Китая затмил поток, направляемый в США.

За прошедшие два года китайские компании инвестировали в Европейский союз более 20 млрд долл. по сравнению с 11 млрд долл., вложенными в Соединенные Штаты...»<sup>[130]</sup>

Wall Street Journal сообщил в июле 2013 г., что Государственное валютное управление Китая (SAFE), которое управляет резервами Китая, «...досрочно инвестировало в облигации, выпущенные Европейским фондом финансовой стабильности... и регулярно инвестирует с того времени в антикризисную программу»<sup>[131]</sup>. Прочный евро – это важный фактор привлекательности для китайского капитала, поскольку стабильная валюта смягчает курсовой риск инвесторов. На самом деле поток капитала из Китая создает поддержку евро – это пример положительного цикла обратной связи между твердой валютой и потоком капитала.

Увеличение притока капитала в еврозону не ограничивается только Китаем. Отрасль рынка краткосрочных кредитов Соединенных Штатов также инвестирует значительные средства в еврозону. После вызванного паникой оттока в 2011 г. десять крупнейших фондов рынка краткосрочных кредитов в США с лета 2012 г. по начало 2013 г. почти удвоили свои инвестиции в еврозону<sup>[132]</sup>.

Берлинский консенсус, основанный на семи столпах, приживается в Европе, и ЕС из Брюсселя управляет им столько же, сколько Берлин для снижения недовольства экономическим господством Германии. Консенсус приводит в движение магическая тройка немецких технологий, молодой рабочей силы с периферии и китайского капитала. Ее жизнеспособность основана на дальновидном объединении низкой инфляции, прочных денег и положительной реальной процентной ставки. Новый Берлинский консенсус имеет потенциал для того, чтобы воспроизвести *Wirtschaftswunder*, немецкое «экономическое чудо» восстановления после Второй мировой войны, в масштабах континента.

Канцлер Германии Ангела Меркель родилась во время немецкого восстановления, в 1950-х, росла в коммунистической Восточной Германии и на своем опыте пережила воссоединение Германии в 1990-х. Мало кто из других политических лидеров обладает ее практикой столкновения с

такими ошеломительными задачами развития. Сейчас она применяет свои навыки в крупнейшей из задач развития – одновременном развитии европейской периферии и сохранении евро.

## **Евроскептики**

Европа может хотеть сохранить и единство, и евро, но есть ли у нее такие возможности? События, произошедшие с момента финансового кризиса 2008 г., пробуждают во многих странах значительные сомнения в способности Европы справляться с последовательными кризисами, несмотря на приоритетные политические цели Берлинского консенсуса. Близкое рассмотрение обнаруживает, что эти опасения беспричинны, а проект евро более устойчив, чем полагают критики.

Рынки иностранной валюты и долговых обязательств существуют в состоянии постоянной нестабильности с момента мирового кризиса государственного долга, вспыхнувшего в момент объявления о просрочке внесения платежа Dubai World 27 ноября 2009 г. Любой приехавший в Дубай за несколько месяцев до этого объявления мог наблюдать, как из очертаний многих миль пустых офисных зданий и элитных кондоминиумов, выставленных на продажу, формируется пузырь недвижимости. Инвесторы предполагали, что Дубай с его нефтяным богатством, обеспеченным богатыми соседями в Абу-Даби, сможет кое-как выбраться, но он не смог. Его крах стал заразным, перекинувшись на Европу и в особенности Грецию.

К началу 2010 г. было вскрыто серьезное мошенничество в национальных счетах, ставшее возможным из-за неофициальных обменов активами, осуществлявшимся Goldman Sachs и другими банками Уолл-стрит. Стало очевидно, что Греция не сможет заплатить долги без серьезных структурных реформ вкупе с помощью извне. Кризис государственного долга становился мировым и вскоре поразил Ирландию и Португалию до грани дефолта, возбуждав серьезные сомнения в состоянии государственных финансов в более крупных экономиках Испании и Италии.

Страхи касательно государственных финансов быстро перекинулись на банки тех стран, которые оказались наиболее затронутыми, и возник цикл обратной связи. Поскольку банки обладали государственными облигациями, любой спад облигаций повлиял бы на банковский капитал. Если банкам требовалась финансовая помощь, государственные регуляторы

могли предоставить средства. Но это означало выпуск еще большего числа облигаций, что еще сильнее влияло на кредит под государственную гарантию, а это еще больше ухудшало банковские балансы, порождая смертельно опасную спираль одновременного краха государственного и банковского кредитов. Только новый капитал из внешних источников, чей собственный кредит не потерпел ухудшения, мог прервать этот цикл.

Спустя три года кризисов и цепной реакции решение было наконец-то найдено в виде Евротройки: МВФ, ЕЦБ и ЕС, подстрахованного Германией. МВФ привлек средства, взяв займы у государств с платежеспособными балансами резерва, таких как Китай и Канада. ЕС мобилизовал средства, объединив ресурсы стран-участниц, в первую очередь Германии. Наконец, Европейский центробанк создал фонд, напечатав в необходимом количестве деньги. Члены Евротройки действовали, используя новую мантру банкиров центробанков: «во что бы то ни стало». К концу 2012 г. европейский государственный долг и банковский кризис был по большей части локализован, хотя на восстановление банковских балансов и проведение требуемых структурных изменений требовались годы.

Несмотря на этот переполох, евро, к удивлению многих аналитиков и инвесторов, особенно из США, выстоял достаточно хорошо. В июле 2008 г. евро достиг пика 1,60 долл. и во время кризиса государственного долга оставался в валютном коридоре между 1,20 и 1,60 долл. На протяжении всего переполоха евро *всегда* продавался по более высокой долларовой цене, чем когда проект стартовал в 1999 г.

С момента ввода в обращение евро также значительно увеличил свою долю мирового резерва. МВФ собрал данные временного ряда, показывающие состав официальных валютных резервов с разбивкой по валютам. Данные за первый квартал 1999 г. показывают, что на евро приходилось 18,1 % мировых размещенных валютных резервов. К концу 2012 г., после трехлетнего кризиса, доля евро *возросла* до 23,9 % мирового резерва<sup>[133]</sup>.

Такие объективные данные идут вразрез с истерикой, порождаемой евроскептиками, и это позволяет понять, почему к началу 2013 г. пророки гибели евро в большинстве своем онемели по вопросу распада еврозоны. Эти скептики допустили последовательность аналитических ошибок, легко видимых даже на вершине истерии в начале 2012 г. Первый аналитический просчет включал характер нулевой суммы валютного кросс-курса.

Начиная с 2010 г. США запустили политику дешевого доллара, имевшую целью импортировать инфляцию из-за рубежа в форме более

высоких импортных цен на энергию, электронику, ткани и другие промышленные товары. Политика дешевого доллара была недвусмысленно выражена в многочисленных заявлениях, включая ежегодное послание президента Обамы конгрессу США в 2010 г., где он объявлял Национальную экспортную инициативу, и речи бывшего председателя совета управляющих Федеральной резервной системой США Бена Бернанке в Токио 14 октября 2012 г., в которой он угрожал торговым партнерам повышением инфляции, если они не позволят своим валютам укрепиться по отношению к доллару<sup>[134]</sup>. Поскольку США хотели дешевого доллара, это значит, что они хотели сильного евро в долларовом эквиваленте. Почему столь очевидный пункт упустили из виду многие аналитики США, это тайна, но стабильно слабый евро всегда противоречил политике США.

Второй аналитический просчет имел отношение к тенденции объединять одновременные кризисы долга, банковской системы и валют. Аналитики смотрят на непогашаемые в срок государственные облигации в Греции и на слабые банки в Испании, затем беззаботно делают заключение, что евро также должен ослабеть. Это поверхностный вывод: с точки зрения экономики нет никаких противоречий между слабыми облигациями, слабыми банками и сильной валютой.

Наглядный пример – Lehman Brothers. В 2008 г. он был не в состоянии выполнить обязательства по облигациям на миллиарды долларов. Этот дефолт означал конец облигаций, но не конец доллара, поскольку валюта, в которой выпущены облигации, имеет другую динамику, чем сами облигации. Сила валюты больше связана с политикой центробанка и мировыми потоками капитала, чем с горькой участью конкретных облигаций в этой валюте. Аналитики, которые считали, что европейские банки и облигации и единая валюта подвержены одним и тем же потрясениям, совершили фундаментальную ошибку. Евро мог достаточно хорошо себя чувствовать, несмотря на горькую участь греческих облигаций и банков.

Третьим слепым пятном аналитиков была неспособность понять, что в установлении валютного курса потоки капитала преобладают над товаропотоками. Слишком сильный акцент был сделан на кажущуюся нехватку экспортной конкурентоспособности Европы, особенно на периферии еврозоны: в Ирландии, Португалии, Испании, Италии, Греции и на Кипре. Экспортная конкурентоспособность важна, когда дело касается роста, но она не является определяющим фактором установления валютного курса. Потоки капитала в евро от Федеральной резервной

системы в форме обменных операций центробанка с Европейским центробанком и из Китая в форме выделения резервных средств и прямых иностранных инвестиций создали евро прочный фундамент. Если две крупнейшие экономики в мире, Соединенные Штаты и Китай, не хотят, чтобы евро упал, то он и не упадет.

Четвертое слепое пятно имело отношение к необходимости снизить затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции в качестве части структурных изменений, требуемых для того, чтобы сделать экономики периферийных стран еврозоны конкурентными на мировом уровне. Евроскептики страдают от наследия ошибочной кейнсианской экономики и мифа о «липкой» заработной плате, технически называемой нисходящей номинальной жесткостью заработной платы. Кейнсианцы полагаются на теорию «липкой» заработной платы, чтобы оправдать инфляцию или кражу у вкладчиков. Идея заключается в том, что заработная плата вырастет за периоды инфляции, но в периоды дефляции не снизится с легкостью; она будет стремиться «приклеиться» к старому уровню номинальной заработной платы.

В результате заработная плата не понижается, наниматели увольняют рабочих, безработица растет, а совокупный спрос ослабевает. Затем развивается ловушка ликвидности, а дефляция усиливается, поскольку этот цикл подпитывает сам себя, что выражается в невозможно высоком долге, банкротствах и депрессии. Инфляция считается целесообразной политикой, потому что она позволяет нанимателям дать рабочим номинальную прибавку, даже если в действительности повышения зарплаты не происходит из-за возросших цен. Рабочие получают прибавку в номинальном выражении, тогда как заработная плата в реальном выражении понижается. Это форма денежной иллюзии или обмана рабочих центральными банками, но в теории это работает для снижения реальных затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции. Применительно к Европе кейнсианская точка зрения состоит в том, что самый быстрый путь для достижения требуемой инфляции в странах-участницах – это отказ от евро, возврат к прежней национальной валюте и последующая девальвация этих валют. Это было теоретической основой для множества предсказаний, что евро должен потерпеть неудачу, а страны-участницы бросят помогать их экономикам расти.

В экономиках XXI века все аспекты этой теории несовершенны, начиная с предпосылок. «Липкая» заработная плата – это частный случай, возникающий в ограниченных условиях, когда рабочая сила – это преобладающие затраты производственных факторов для



производительности, замены рабочей силы не существует, объединение в профсоюзы сильно, привлечение сторонних ресурсов в мировом масштабе недоступно, а безработица более-менее низка. Сегодня все эти факторы имеют противоположный знак.

Преобладающие затраты производственных факторов – это капитал, роботизация и сторонние ресурсы легкодоступны, а профсоюзное движение в частном секторе слабо. Следовательно, рабочие согласятся с более низкой номинальной заработной платой, если это позволит им сохранить работу. Эта форма снижения затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции известна как *внутренняя регулировка* путем снижения заработной платы в противовес *внешней регулировке* через удешевление валюты и инфляцию. Внешняя регулировка могла бы сработать в 1930-х в Великобритании, когда Кейнс впервые выдвинул идеи о «липкой» заработной плате. Однако в условиях глобализации XXI века внутренняя регулировка значительно более хорошее средство, потому что она лечит проблему напрямую и избегает внешних издержек развала еврозоны. Вот пример: 2 июля 2013 г. греческое статистическое агентство Hellenic Statistical Authority (ELSTAT) сообщило, что заработная плата в частном секторе в Греции упала в среднем на 22,3 % с первого квартала 2012 г. – это прямое опровержение устаревшей теории «липкой» заработной платы Кейнса и Кругмана<sup>[135]</sup>.

Мнение, что желательно придерживаться евро, несмотря на сокращение экономик и падение заработной платы, широко распространено среди рядовых граждан периферийных стран еврозоны, несмотря на притязания научной теории. В 2013 г. Маркус Уокер и Алессандра Галлони сделали на эту тему обширный репортаж для The Wall Street Journal. Они обнаружили следующее:

«По всей южной границе Европы люди шарахаются от идеи вернуться к национальным валютам, боясь, что такой шаг воскресит инфляцию, отменит проверки на коррупцию и разрушит национальные устремления быть частью ближнего круга Европы. Эти страхи перевешивают безрадостные перспективы роста, которые побуждают многих экономистов США и Великобритании предсказывать расщепление валюты.

Только 20 % итальянцев говорят, что отмена евро поможет экономике... Как показывают недавние опросы, подавляющее большинство респондентов в Испании, Португалии, Греции и



Ирландии также не хотят отказываться от евро.

Европейцы, которые сейчас используют евро, не имеют никакого желания отказываться от него и возвращаться к прежней национальной валюте – говорит исследование исследовательского центра Pew. Как обнаруживают недавние опросы, в Испании и Португалии 70 % и более людей хотят придерживаться евро»<sup>[136]</sup>.

Пятое и последнее слепое пятно аналитики евроскептиков – это невозможность понять, что евро является – и всегда являлся – скорее политическим проектом, чем экономическим, и что политическая воля сохранить евро никогда не испытывала сомнений. Истинное понимание евро кратко сформулировано в пассаже из интервью, данного The Wall Street Journal ведущим французским интеллектуалом Ги Сорманом:

«Европа была построена не по экономическим причинам, а для того, чтобы принести мир между европейскими странами. Это политическое устремление. Это единственный политический проект нашего поколения. Мы заплатим высокую цену, чтобы сохранить этот проект»<sup>[137]</sup>.

Короче говоря, евро силен и становится еще сильнее.

## **Будущее евро**

Этот *Tour D'Horizon*<sup>[138]</sup> слепых пятен аналитики евроскептиков не только опровергает их критицизм по поводу евро, но и обнаруживает запас прочности и будущее направление евро. Этот запас – часть более крупного и последовательного мировоззрения по вопросу того, как преуспеть в высококонкурентной глобализованной экономике.

Наиболее воодушевляющие сообщения касаются Греции, чью экономику наиболее широко обсуждают. The Wall Street Journal сообщил, что на греческую фондовую биржу между июнем 2012 г. и февралем 2013 г. поступило свыше 175 млн долл. новых денег и что «...все, от греческой недвижимости до акций энергетических компаний, находит покупателей...»<sup>[139]</sup> В апреле 2013 г. евротройка одобрила выдачу дальнейшей финансовой помощи Греции ввиду ее успехов в сокращении государственных расходов и переходе к сбалансированному бюджету. 14

мая 2013 г. международное рейтинговое агентство Fitch повысило кредитный рейтинг Греции, а в обзоре греческой экономики The New York Times сообщил: «Стремление к повышению конкурентоспособности, в основном посредством снижения затрат на заработную плату, наконец также приносит плоды. Это лучше всего видно в туризме, который оценивается в 17 % валового внутреннего продукта. Ожидается, что годовой доход повысится в этом году на 9—10 %...»<sup>[140]</sup> Греция также получает выгоду от приватизации государственных активов. Площадка бывшего афинского аэропорта площадью 600 га, как ожидается, привлечет 6 млрд евро инвестиций для постройки многофункционального комплекса, который должен создать более 20 000 высокооплачиваемых рабочих мест<sup>[141]</sup>.

Еще одна недавняя история из Греции описывает события, равнозначные контролируемому эксперименту – его экономисты ищут, но редко находят. До 2010 г. мощности крупнейшего греческого порта Пирей принадлежали государству. В том году половина порта была продана за 500 млн евро Cosco, китайскому судоходному концерну, тогда как остальная половина сохранилась за государством. Лиз Олдермен из The New York Times, сравнивая деятельность на половинах, контролируемых Китаем и Грецией, описывает разительный контраст:

«В принадлежащей Cosco части порта перевозка грузов за прошлый год возросла более чем вдвое, до 1,05 млн контейнеров. И если размер прибыли все еще крайне мал... это в основном потому, что китайская компания вкладывает много денег обратно в порт...

Управляемая Грецией часть порта... перенесла серию изнуряющих забастовок за три года до прихода Cosco...

На греческой стороне порта правила профсоюза требуют, чтобы на портальном кране работали девять человек; Cosco использует команду из четверых»<sup>[142]</sup>.

Это сравнение прекрасно иллюстрирует тот факт, что в греческих рабочих или греческой инфраструктуре нет ничего принципиально неконкурентоспособного. Греции требуются только более гибкие правила работы, более низкая стоимость затрат на рабочую силу в пересчете на единицу продукции и новый капитал. Китайский капитал – это

определенная часть решения проблемы, а китайские инвесторы, такие как Cosco, с охотой вкладывают капитал, когда можно обеспечить продуктивный бизнес-климат.

Улучшения в Испании равным образом обнадеживают. Затраты на рабочую силу в пересчете на единицу продукции в Испании уже упали более чем на 7 % по сравнению с Германией, и экономисты ожидают дальнейшего уменьшения. В феврале 2012 г. премьер-министр Испании Мариано Рахой принял законы, которые увеличили гибкость рабочей силы посредством разрешения работодателям увольнять рабочих в период спада деловой активности, сокращать выходное пособие и пересматривать договоры, заключенные в период бума недвижимости до 2008 г. Результатом стало радикальное увеличение конкурентоспособности Испании в производстве, особенно в автоиндустрии.

Положительный эффект был немедленным. Renault объявило о планах по увеличению производства в городе Паленсия на севере Испании. Ford Motor Company и Peugeot также объявили об увеличившемся производстве на своих заводах в Испании. В октябре 2012 г. Volkswagen объявил об инвестициях размером 800 млн евро в свой завод неподалеку от Барселоны. Все эти инвестиции и планы расширения имеют положительную цепную реакцию, поскольку крупные производители связаны с сетью поставщиков запчастей и субподрядчиков по всей Испании<sup>[143]</sup>.

Возросшая занятость и объем производства как результат снижения заработной платы в Испании – это опровержение теорий Кейнса и Кругмана о «липкой» заработной плате, и так происходит повсеместно, от Греции до Ирландии. Хотя эта настройка сложна и болезненна, изменения рациональны и способствуют выгоды положения Европы в качестве конкурентной в мировом масштабе производственной базы и магнита для входящих потоков капитала.

The Economist, наряду со многими другими, сослался на неблагоприятную демографическую ситуацию как на крупное препятствие на пути к более устойчивому росту Европы<sup>[144]</sup>. Европа – это действительно стремительно стареющее общество (равно как и Россия, Япония, Китай и другие крупные экономики). За 20-летний промежуток времени демографические показатели населения трудоспособного возраста в закрытом обществе остаются неизменными, и это может стать крупным определяющим фактором экономических результатов, но такая точка зрения игнорирует формы гибкости даже в закрытом обществе.

Население трудоспособного возраста – это не то же самое, что занятое

население. Когда безработица высока, как дело обстоит в большей части Европы, новое пополнение может входить в число занятого населения с большей скоростью, чем оказываются доступны рабочие места, учитывающие рост населения. Число хорошо образованных безработных в сегодняшней Европе так велико, что не существует краткосрочных ограничений на затраты производственных факторов производительного труда в силу демографии. Замечено, что улучшение подвижности рабочей силы также может облегчить рост производительной рабочей силы, позволяя рабочим из районов хронической безработицы в еврозоне отправляться в более производительные регионы для удовлетворения потребности в рабочей силе. Иммиграция из Восточной Европы и Турции может обеспечить Западной Европе достаточное число трудящихся, точно так же как китайские внутренние регионы страны десятилетиями обеспечивают китайские прибрежные фабрики. Короче говоря, демография – это не ограничение роста Европы, до тех пор пока существует недоиспользованная рабочая сила, подвижность рабочей силы и иммиграция.

\* \* \*

Только внутренней экономической настройки может быть недостаточно для того, чтобы обеспечить безопасное будущее евро и Евросоюза в общем. Потребуется также расширение государственности ЕС, как это зафиксировано во фразе Меркель «Больше Европы». ЕС подобен самолету с одним крылом; он может выбирать, оставаться на земле или построить второе крыло. Попыток бороться с сиюминутными кризисами в 2010-м и 2011 г., включая снятие денежных ограничений и многосторонние комплексы мер финансовой помощи, было достаточно для избежания краха, но недостаточно для корректировки фундаментальных противоречий в структуре евро и Европейского центробанка. Оказалось, что единая валюта не справляется со своими обязанностями без единообразия бюджетно-налоговой политики и регулирования банков, а также улучшения подвижности рабочей силы и капитала среди участников валютного союза.

Хорошая новость в том, что политические и финансовые лидеры Европы хорошо понимают эти недостатки и исправляют их в ускоренном темпе. 1 января 2013 г. вступил в силу Договор о бюджетной стабильности Евросоюза для 16 стран – членов ЕС, которые его на тот момент

ратифицировали, включая все государства периферии. Договор содержит обязательные процедуры, требующие от подписавшихся сторон наличия дефицита бюджета менее 3 % от ВВП при соотношении долга к ВВП менее 60 %. В случаях, когда соотношение долга и ВВП превышает 60 %, дефицит должен быть меньше 0,5 % ВВП. Договор также содержит так называемый «долговой тормоз», который требует, чтобы те подписавшиеся стороны, чье соотношение долга и ВВП превышает 60 %, сокращали его на 5 % этого превышения ежегодно, пока цифра не станет меньше 60 %. Условия договора вступают в силу и подлежат выполнению на уровне участников в течение неопределенного срока, но договор предусматривает, что участники примут его правила во всем правовом пространстве ЕС до 1 января 2018 г.

Единая для ЕС программа страхования банковских вкладов для сокращения банковской паники в настоящее время находится в стадии рассмотрения, поскольку есть предложения заменить отдельные государственные облигации, выпущенные членами еврозоны. Меры в этом направлении могут быть приняты, но сначала необходимо достичь дальнейших успехов в налоговых ограничениях и других рыночных реформах.

Нити банковского объединения и объединенных фондов финансовой помощи начали переплетаться. В июне 2013 г. рабочая группа – Еврогруппа руководства министерств финансов еврозоны – объявила о создании фонда финансовой помощи размером 60 млрд евро для оказания непосредственной поддержки терпящим бедствие банкам<sup>[145]</sup>.

Помимо этих налоговых и банковских реформ, будущее ЕС еще более улучшилось с присоединением новых членов к ЕС, еврозоне или сразу к обоим проектам. В июле 2013 г. Латвия получила одобрение европейской комиссии и Европейского центрального банка на принятие евро в качестве валюты. Хорватия официально стала членом ЕС 1 июля 2013 г., и ее управляющий центробанка Борис Вуйчич объявил, что Хорватия хочет как можно быстрее двигаться к полному принятию евро в качестве своей валюты. Страны-кандидаты в ЕС, находящиеся в процессе рассмотрения, – это Черногория, Сербия, Македония и Турция. Потенциальные кандидаты, которые еще не отвечают условиям для членства в Евросоюзе, но работают над соответствием им, – Албания, Босния и Герцеговина, Косово. В будущем не будет чрезмерным ожидать, что заявления на вступление могут подать Шотландия и Украина.

ЕС уже является крупнейшей экономической силой в мире с объединенным ВВП больше, чем у США, и более чем вдвое превышающим

эти показатели у Китая и Японии. За ближайшие 10 лет ЕС предопределено эволюционировать в мировую экономическую сверхсилу, простирающуюся от Малой Азии до Гренландии и от Арктического океана до пустыни Сахара.

Германия находится в сердце этих обширных экономических и демографических владений. Хотя Германия не может контролировать весь регион политически, она будет величайшей экономической силой в рамках региона. Через не прямой контроль Европейского центробанка и евро она будет доминировать в коммерции, финансах и торговле. Еврооблигации обеспечат основательный ликвидный резерв потенциально инвестируемых активов, более крупный, чем рынок облигаций казначейства США. При необходимости евро может получить поддержку от объединенного золотого запаса членов ЕС, который превышает 10 000 т – это почти на 25 % больше, чем официальный золотой запас казначейства США. Сочетание крупного ликвидного рынка облигаций, твердой валюты и огромного золотого резерва может позволить евро занять место доллара как ведущей мировой валюты к 2025 г. Эта перспектива воодушевит Россию и Китай, которые ищут спасения от владычества доллара с 2009 г. Германия – это еще один ключевой фактор этой денежной эволюции, поскольку она настаивает на прочности денег и подает пример того, как быть гигантом экспорта без слабой валюты.

Новый рейх Германии при посредничестве ЕС, евро и европейского центробанка станет самым масштабным выражением немецкого социального, политического и экономического влияния с момента правления Карла Великого. И хотя оно осуществится за счет доллара, изменения будут во многих отношениях положительными ввиду производительности Германии и ее приверженности демократическим ценностям. Разнообразный исторический и культурный ландшафт Европы сохранится в рамках улучшенной экономической ситуации. При лидерстве Германии и дальновидности девиз ЕС «Согласие в многообразии» будет воплощен в своей наиболее истинной форме.

## Глава 6. БЭЛЛ, БРИКС и другие

*Мы нацелены на прогрессивно развивающиеся страны БРИКС в полномасштабном механизме... координации по широкому кругу ключевых вопросов... Поскольку мировая экономика приобретает новую форму, мы активно настроены на испытание новых моделей...*<sup>[146]</sup>

*Декларация БРИКС. Март 2013 г.*

*Лидеры государств, сидящие за этим... столом представляют половину человечества*<sup>[147]</sup>.

*Нурсултан Назарбаев, президент Казахстана, на саммите Шанхайской организации сотрудничества. Июнь 2005 г.*

*Жители стран Балтии могут быть благодарны, что их лидеры так и не прислушались к Кругману*<sup>[148]</sup>.

*Андерс Ослунд. Сентябрь 2012 г.*

## Наднациональное

Европейский союз, Объединенные Штаты, Китай и Япония образуют мировую «банду четырех», которая представляет 65 % мировой экономики. Оставшиеся 156 государств, зафиксированные МВФ, составляют оставшиеся 35 % мирового производства. Среди этих 156 государств есть «банда десяти», состоящая из Бразилии, России, Индии, Канады, Австралии, Мексики, Кореи, Индонезии, Турции и Саудовской Аравии, в которой каждый производит от 1 % до 3,5 % мирового объема продукции. Самые мелкие 146 государств производят менее 1 % мирового объема продукции каждое, а большинство производят значительно меньше. Концентрация благосостояния между государствами имеет настолько же явный перекося, как и внутри государств. Любое из 80 % государств с самым низким уровнем производства могло бы завтра исчезнуть, и влияние



этого на мировой рост вряд ли кто-то заметил бы.

Это важно продолжать помнить, когда аналитики Уолл-стрит выдвигают тезисы об инвестировании в развивающиеся рынки, пограничные финансовые рынки и более экзотические области. Факт состоит в том, что значительных фондовых рынков очень мало, их способность усваивать входящие потоки капитала ограничена и они склонны «перегреваться», когда пытаются усвоить больше, чем скромный входящий поток капитала. Однако, поскольку Китай держит курс на резкое снижение экономических показателей, США застряли на первой передаче, Япония переживает третье десятилетие депрессии, а Европа еле-еле выкарабкивается из структурных преобразований, трудно отрицать инвестиционную привлекательность «банды десяти» и тех, кто находится рядом с ними: Польши, Тайваня, Южной Америки, Колумбии и Таиланда.

Рассмотрим *БРИКС*. Для удобства и в целях маркетинга аналитики объединяют более мелкие государства в группы, называемые аббревиатурами первых букв стран-участниц. БРИКС – это патриарх таких групп, состоящий из Бразилии, России, Индии, Китая и впоследствии присоединившейся Южной Африки. Каждый член БРИКС имеет свои достоинства и проблемы; чего в БРИКС нет, так это большого количества общих черт. Российскую экономику лучше всего можно описать как легкий заработок на добыче природных ресурсов, осуществляемый олигархами и политиками, которые снимают огромное число пенек и реинвестируют лишь столько, сколько необходимо для того, чтобы игра продолжалась. Китай осуществляет реальный рост, но также порождает такое количество бесцельных расходов, загрязнения и коррупции, что это неустойчивая модель, враждебно относящаяся к любому иностранному инвестору, у которого она не может украсть технологии. У Индии есть рост и огромные перспективы, но она еще не приблизилась к осознанию своего потенциала из-за известной во всем мире бюрократии под названием «радж»<sup>[149]</sup>, которая душит инновации. Из членов БРИКС Бразилия и Южная Африка наиболее близко подошли к тому, чтобы быть «реальными» экономикami в том смысле, что их рост устойчив, коррупция не повсеместна, а у предпринимательства есть возможность дышать.

Однако успеха прозвища БРИКС никто не отрицает. Первоначальный термин БРИК был создан Джимом О’Нилом и его коллегами в Goldman Sachs в 2001 г., чтобы выделить долю мирового ВВП этой группы и более высокие темпы роста по сравнению с такими установившимися группами крупных экономик, как «большая семерка», G7<sup>[150]</sup>. Но анализ О’Нила был



в первую очередь не экономическим, он был политическим. Только после основных фактов о размере и росте О'Нил призывал к переосмыслению модели международного правления G7, сокращению роли Европы и увеличению роли развивающихся экономик в новой формуле G5 + БРИК = G9.

В своем предложении касательно G9 О'Нил обходит молчанием различия в социальном развитии, включая краеугольные принципы, такие как права граждан и равенство перед законом, с помощью следующего замечания: «...другие члены должны понять, что не все страны-участницы должны быть «одинаковыми»<sup>[151]</sup>. О'Нил понимал, что страны БРИК вовсе не однородны как экономические модели, и писал: «...четыре рассматриваемые страны очень отличаются экономически, социально и политически...»

Как исходная работа О'Нила трансформировалась в политический манифест на тему инвестирования, лучше всего объясняет пристрастие продавцов к привлечению покупателей интересной историей. Но сложно винить в этом О'Нила: у него были политические задачи, и они были достигнуты. К 2008 г. G7 была практически музейным экспонатом, а G20, включающая БРИК и других, была *de facto* советом директоров международной валютной системы. О'Нил правильно предсказал, что в глобализованном мире после холодной войны экономика стала связана с политикой. Объем производства взял верх над гражданским обществом и прочими традиционными показателями включения в группы мировых лидеров. Концепция БРИКС никогда не была инвестиционным тезисом и даже политическим предписанием, и мир проявил осмотрительность.

Успех БРИКС породил множество аббревиатур-имитаций. Среди недавно включившихся в эту гонку наименований – БЭЛЛ (BELL), состоящая из Болгарии, Эстонии, Латвии и Литвы; и ГИИПИ (GIIPS) – страны периферии ЕС, состоящий из Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Испании<sup>[152]</sup>. Как группа ГИИПИ наиболее очевидна как подраздел еврозоны, имеющий единую валюту евро и подвергающийся трудным внутренним экономическим настройкам. Внутри ГИИПИ необходимо различать Испанию и Италию, с одной стороны – настоящих экономических гигантов, составляющих почти 5 % мировой экономики, и Португалию, Ирландию и Грецию – с другой, чей совокупный объем производства менее 1 % от общемирового. В целом участники БЭЛЛ и ГИИПИ имеют больше общих экономических факторов, чем БРИКС, и в умах их сторонников есть недвусмысленные экономические мысли в

противовес очевидно политическим интересам О'Нила и Goldman Sachs.

## **БЭЛЛ**

Страны БЭЛЛ малы, почти незначительны, поскольку их экономики в сумме добавляют к мировому ВВП не более 0,2 %. Но их геополитическое значение огромно, поскольку они образуют восточную границу ЕС и находятся на переднем крае, разделяя Европу и традиционные восточные силы, Россию и Турцию. В отличие от БРИКС, у стран БЭЛЛ действительно много общего. В дополнение к тому, что они члены ЕС, они все привязали стоимость своих местных валют к евро. Следование за евро привело страны БЭЛЛ к той же внутренней настройке и девальвации, что и страны периферии еврозоны, поскольку они не могут использовать внешнюю экономическую девальвацию валюты для быстрого решения вопросов экономической настройки.

Экономисты сетуют, что они не могут проводить научные эксперименты на экономиках стран, поскольку многие переменные невозможно контролировать, а процессы – воспроизводить. Но в некоторых случаях, когда различные политические курсы проводятся в сходных условиях, есть достаточно контролируемых переменных для получения красноречивых результатов. Недавно развернулись два таких квазиэксперимента, включающих страны БЭЛЛ. Первый эксперимент сопоставляет БЭЛЛ и ГИИПИ, второй – всех участников БЭЛЛ относительно друг друга.

Эксперименты обычно проводятся путем контроля определенных переменных среди всех участников и измерения различий в факторах, которые не контролируются. Первая контрольная переменная в этом эксперименте в реальных условиях – это то, что ни БЭЛЛ, ни ГИИПИ не могли девальвировать свои валюты. БЭЛЛ достигли привязки местных валют к евро и не девальвировали. Напротив, Эстония перешла к евро 1 января 2011 г., на вершине антиевроистерии, а Латвия – 1 января 2014 г.

Вторая контрольная переменная – это глубина экономического краха как в БЭЛЛ, так и в ГИИПИ, начавшегося в 2008 г. и продолжившегося в 2009 г. Потери каждой из стран оценивались в снижении производства за эти два года примерно на 20 % и безработице, достигшей 20 %. Снижение производства в ГИИПИ в тот же период было лишь немногим меньше. Третья контрольная переменная – это то, что и БЭЛЛ, и ГИИПИ страдали от исчезновения прямого иностранного инвестирования и потеряли доступ

к рынкам капитала – эту нехватку должны были компенсировать различные формы государственной поддержки. Короче говоря, и БЭЛЛ, и ГИИПИ испытывали крах производства, повышение безработицы и неожиданное прекращение иностранного инвестирования в 2008-м и 2009 гг. В то же время правительства этих стран никогда серьезно не рассматривали девальвацию, несмотря на причитания ученых мужей.

В этих сравнимых начальных условиях стали проводиться различные политические курсы. ГИИПИ вначале продолжили так называемое экономическое стимулирование и делали только слабые урезания государственных расходов. Греция даже увеличила количество государственных служащих между 2010-м и 2011 гг. Решение основных бюджетных вопросов в ГИИПИ осуществлялось посредством повышения налогов. Процесс внутренней настройки по снижению затрат на рабочую силу на единицу продукции начался в ГИИПИ только в 2010 г., а серьезные финансово-бюджетные реформы и реформы рынка рабочей силы начались в 2013 г., и предстоит еще много работы.

Напротив, страны БЭЛЛ приняли немедленные решительные меры для приведения собственных бюджетных домов в порядок, и сильный рост возобновился уже в 2010 г., а сейчас он самый высокий в ЕС. Радикальное улучшение поразительно. Экономика Латвии сократилась в 2008-2009 гг. на 24 %, но затем в 2011-2012 гг. выросла более чем на 10 %. Эстония в 2008-2009 гг. потеряла 20 %, но сейчас демонстрирует устойчивый показатель роста 7,9 %. Экономика Литвы пострадала в ходе кризиса не так сильно, как остальные в БЭЛЛ, и в 2008 г. выросла на 2,8 %. Рост Литвы снизился в 2009 г., но быстро подскочил обратно и вырос на 5,9 % в 2011 г. Схема краха, за которым следует устойчивый рост; в балтийских странах БЭЛЛ – это классическая V-схема, которую часто обсуждают, но редко можно видеть за последние годы, потому что такие правительства, как Соединенные Штаты, используют печать денег, чтобы укоротить V, что влечет затяжной, едва заметный рост.

Как можно объяснить это быстрое оздоровление роста стран Балтии по сравнению с периферией ЕС? Андерс Ослунд, ученый Института мировой экономики Петерсона в Вашингтоне и специалист по экономике восточноевропейских стран и России, много написал по этому вопросу. Он приписывает экономический успех в Балтике и провал в Южной Европе в период с 2009-го по 2012 г. конкретным факторам<sup>[153]</sup>. Ослунд предполагает, что при столкновении с жестким экономическим спадом подвергшееся негативному влиянию государство должно принять кризис и превратить его в политическое преимущество. Политические лидеры,

которые четко объяснят экономические решения своим гражданам, получат поддержку жесткого политического курса, тогда как лидеры, которые, как в Соединенных Штатах и Южной Европе, отрицают глубину проблемы, обнаружат, что ощущение неотложности падает, а граждане все меньше желают приносить требуемые жертвы. Ослунд также настаивает на том, что страны, столкнувшиеся с экономическими кризисами, должны принять новых лидеров с новыми идеями. Прежние интересы, ассоциируемые со старым руководством, скорее всего, сцепятся с провальным политическим курсом, тогда как новые лидеры способны достичь сокращений государственных расходов, необходимых для восстановления бюджетного здоровья.

Ослунд также рекомендует, чтобы первоочередные экономические реакции были легко объяснимыми, самыми тяжелыми вначале и направленными больше на сокращение расходов, чем на увеличение налогов. Граждане поддержат политику, которую они понимают, но будут сомневаться по вопросу необходимости урезания расходов, если политики подслащивают пиллюлю и затягивают процесс. Он также говорит, что «правдоподобные виновники приносят пользу». В случае Латвии три олигарха в 2006 г. контролировали экономику, и 51 % мест в парламенте принадлежали контролируемым ими партиям. Политики-реформаторы выступили против их коррупции, и к 2011 г. представленность олигархов сократилась до 13 %. В Соединенных Штатах в качестве готовых виновников также были коррумпированные банкиры, но государство предпочло поддержать их финансово, а не возложить на них ответственность за предкризисный перегрев рынка.

Последнее и самое важное: Ослунд подчеркивает, что процесс реструктуризации должен быть справедливым и принять форму общественного договора. Все общественные сектора, правительственные и неправительственные, профсоюзные и непрофсоюзные, должны принести жертвы для возрождения активности экономики. Относительно Латвии Ослунд пишет: «Государство запретило двойной доход для престарелых госслужащих... и урезало зарплату чиновников высшего ранга больше, чем подчиненных государственных служащих, с сокращением зарплаты министрам на 35 %...»<sup>[154]</sup> Напоминаю, что процесс в Балтии резко контрастирует с такими странами, как Соединенные Штаты, где государственные расходы с момента кризиса возросли. В США зарплаты и льготы профсоюза государственных и муниципальных служащих обычно защищены, тогда как основная тяжесть настройки падает на частный сектор, лишенный профсоюзов. Ослунд делает заключение, замечая, что

этим рекомендациям в основном последовали страны Балтии, а южная периферия ими пренебрегла, и в результате Балтия сейчас уверенно растет, тогда как южная периферия Европы увязла в экономическом спаде с неопределенными перспективами.

Успех БЭЛЛ в быстром возобновлении роста и конкурентоспособности резко контрастирует с ГИИПИ, которые затянули процесс более чем на 6 лет и все еще значительно отстают от достижения финансовой стабильности. Сообщения из Балтийского региона по поводу тамошней экономики в подавляющем большинстве случаев положительны. Сообщая об Эстонии в 2012 г., Пол Эймс из CNBC пишет: «Покупатели валят валом в магазины в скандинавском стиле и крутые новые рестораны в Таллине, средневековой столице, а передовые технологические компании жалуются, что не могут найти людей для заполнения своих вакансий»<sup>[155]</sup>. Страны БЭЛЛ также извлекли выгоду из своего человеческого капитала и сравнительно хорошо образованной рабочей силы. В особенности Эстония, ставшая высокотехнологичным узлом, сконцентрированным вокруг наиболее успешной компании Skype, в которой работает более 400 человек в комфортном производственном комплексе неподалеку от Таллина<sup>[156]</sup>.

The New York Times опубликовала в 2013 г. историю о Латвии, которая точно воспроизвела траекторию крутого падения и быстрого восстановления темпов роста, типичную для циклов деловой активности более раннего времени, которой сейчас западные правительства в большинстве случаев избегают за счет долгосрочного роста:

«Когда движимый кредитами экономический бум в этом маленьком государстве Балтии в 2008 г. начал терпеть неудачу, Дидзис Круминс, который возглавлял маленькую архитектурную компанию, уволил свой персонал... и затем закрыл дело. Он с тревогой смотрел, как беда Латвии усугубляется жесткой кампанией за экономию, которая резко сокращала заработную плату, количество рабочих мест и государственное финансирование для школ и больниц.

Но вместо того чтобы выйти на улицы с протестом против сокращений, м-р Круминс... купил трактор и начал возить лес для теплоцентров, которым требовалось топливо. Затем, когда экономика Латвии начала выходить из крутого спада, он вернулся к архитектуре и сейчас у него работают 15 человек – на пять человек больше, чем раньше»<sup>[157]</sup>.

Даже МВФ, который обычно не советовал урезать бюджетные расходы, как это произошло в странах Балтии, признал балтийский успех в речи 2013 г. директора-распорядителя Кристин Лагард в Риге, Латвия:

«...хотя проблемы еще сохраняются, вы справились. Вы вернулись к сильному росту и сократили безработицу... Вы снизили дефицит бюджета и придерживаетесь одного из самых низких в Европейском союзе значений государственного долга. В результате сокращения заработной платы и цен вы стали более конкурентоспособными на мировых рынках. Вы восстановили доверие и снизили процентные ставки путем хорошей макроэкономической политики.

Мы собрались здесь, чтобы отпраздновать ваши достижения...»<sup>[158]</sup>

Ориентирование на евро и, в случаях Эстонии и Латвии, действительный переход к евро оказался орудием историй оздоровления и роста в странах БЭЛЛ. Привязывание местной валюты к евро и в итоге принятие евро избавило валютные курсы от неопределенности для торговых партнеров, инвесторов и кредиторов. Преимущества обеспечения экономической определенности были проиллюстрированы в недавнем сообщении Bloomberg:

«Сейчас экономика Эстонии – самая быстрорастущая в валютном блоке, покупатели и предприятия платят более низкие процентные ставки, а деловые связи с Финляндией – государством – членом еврозоны и главным торговым партнером Эстонии – прочнее, чем когда-либо.

«Самое важное, что мы закончили все дискуссии о возможной девальвации эстонской кроны, – говорит Прийт Перенс, руководитель Swedbank AS, крупнейшего эстонского кредитора и части находящегося в Стокгольме Swedbank. – ... Страхи, что во всех странах Балтии со временем пройдет девальвация, долгое время препятствовали доверию партнеров. Девальвация стала бы губительной, поскольку банки Эстонии начали выдавать кредиты в евро до того, как страна перешла к

единой валюте. Выплата выданных в евро ссуд девальвированными кронами возложила бы на организации и потребителей тяжелое бремя»<sup>[159]</sup>.

Литва и Болгария представляют собой эксперимент в рамках эксперимента, поскольку они не предприняли такого упорного оздоровления бюджета, как Латвия и Эстония, и в результате не восстанавливаются так прочно. Однако в целом страны БЭЛЛ внедрили оздоровление бюджета и другие реформы куда более неукоснительно, чем страны ГИИПИ, и наградой им стало достижение устойчивых уровней долга и дефицита, активного сальдо торгового баланса и повышения кредитного рейтинга.

Пусть это и не в полной мере контролируемый эксперимент, контраст между выбранными политическими путями стран БЭЛЛ и ГИИПИ – это впечатляющий конкретный пример. Выводы заключаются в том, что работы по мере неприятия экономического риска и стимулирование в кейнсианском духе терпят неудачу. Эти результаты неудивительны, если учитывать удручающие успехи кейнсианства за эти десятилетия и отсутствие эмпирических обоснований его тезисов. Но пример БЭЛЛ наверняка даст резонанс не на одно десятилетие среди объективных наблюдателей, которые ищут эмпирических экономических доказательств в противовес школярскому проигрыванию различных ситуаций.

Истории БЭЛЛ и ГИИПИ демонстрируют как преимущества оздоровления бюджета (так поступили первые), так и цену промедления и отказа, как поступили вторые. Важнейший урок в том, что девальвация валюты – это не непереносимое условие восстановления, а скорее препятствие. Сильная стабильная валюта – магнит для инвестирования и катализатор роста торговли. Необходимые составляющие для быстрого роста после кризиса – это финансовая ответственность, прозрачность, оздоровление экономики и справедливое распределение жертв. Опыт БЭЛЛ в период с 2008-го по 2012 г. дает полезный урок для стран южной периферии Европы, поскольку в ближайшем будущем регулировка продолжится.

## **БРИКС**

Тогда как БЭЛЛ прокладывали новый путь, демонстрируя преимущества оздоровления экономики, более мощные страны БРИКС



разрушают расхожее мнение и ставят под сомнение будущее доллара США как ключевой мировой валюты.

Когда лидеры БРИКС создали саммит министров финансов в сентябре 2006 г. в Нью-Йорке, они продемонстрировали все признаки прогресса в соответствии с первоначальными предписаниями О'Нила, не столько как гармоничный экономический блок, сколько как политическая сила. Встречи 2006 г. выросли в саммит глав государств в Екатеринбурге (Россия) в июне 2009 г., и саммиты продолжились на уровне министров и лидеров. В 2010 г. первоначальная группа БРИК (Бразилия, Россия, Индия и Китай) пригласила присоединиться Южную Африку, и аббревиатура изменилась на БРИКС. В апреле 2011 г. Южная Африка посетила свой первый саммит лидеров БРИКС в Санье (Китай), как полноправный участник.

О'Нил постоянно преуменьшал идею о том, что Южная Африка должна войти в БРИКС, поскольку размер ее экономики и населения вкупе с проблемой безработицы не ставят ее в первый эшелон развивающихся экономик<sup>[160]</sup>. С точки зрения экономики это верно, но, по иронии, добавление Южной Африки подтверждает исходный тезис О'Нила, что проект БРИК был скорее политическим, чем экономическим. Остальные страны БРИКС расположены в Восточной Европе, Азии и Латинской Америке. Африканский континент был заметным пробелом в образовании блока Востока и Юга против Запада. Будучи крупнейшей экономикой Африки, несмотря на свой сравнительно небольшой размер, ЮАР заполнила этот пробел с помощью развитой инфраструктуры и высокообразованных рабочих.

Общий экономический вес БРИКС неоспорим. Его члены представляют свыше 40 % населения Земли, 20 % общего производства и 40 % общего валютного резерва. БРИКС появился как противовес первоначальной группе G7 наиболее высокоразвитых экономик и как могущественная фракция более всеобъемлющего G20. Однако БРИКС не предпринял никаких мер для объединения своих экономик в зону свободной торговли или валютный союз наподобие еврозоны, за исключением ограниченных двусторонних соглашений. Принципиальное влияние БРИКС состояло в единодушном высказывании своего мнения в мировом регулировании и будущем международной денежной системы.

Лидеры БРИКС начали устанавливать радикально новые позиции по пяти ключевым вопросам: голосование в МВФ, голосование в ООН, многосторонняя помощь, помощь в развитии и структура мирового резерва. Их программный документ предусматривал не менее чем пересмотр или отмену достигнутых после Второй мировой войны договоренностей,



заключенных в Бреттон-Вудсе и Сан-Франциско, которые повлекли за собой исходные формы МВФ, Всемирного банка и ООН. БРИКС настаивает, что либо эти организации должны быть реформированы, чтобы больше учитывать приоритеты БРИКС, либо сам блок предпримет конкретные шаги по созданию собственных организаций, осуществляющих те же функции на уровне региона. Развитие таких организаций неизбежно повлечет уменьшение роли организаций, которые планируется заменить. Неясно, являются ли эти предложения предлогом для содействия реальным реформам на существующих площадках либо это конкретные планы для претворения в жизнь в объявленных направлениях. Возможно, оба намерения истинны. В любом случае БРИКС не желают принимать статус-кво и в международной денежной системе, и в области управления.

В частности, БРИКС ратовал за расширение количества постоянных членов Совета безопасности ООН и включение в него Бразилии и Индии. Россия и Китай уже являются его постоянными членами. Это бы создало семерку постоянных членов, где БРИКС принадлежало бы четыре места, незначительное большинство. В этом сценарии не было бы отмены вето США, но дополнение вето Бразилии или Индии значительно увеличило бы силу воздействия БРИКС в закулисных переговорах, которые предшествуют формальному голосованию Совета безопасности. Включение Бразилии или Индии увеличило бы возможности БРИКС в отношении личности сменяемого президента Совета безопасности. Президентство в Совете безопасности дает руководящему государству возможность определять повестку дня и влиять на процессы внутри Совета безопасности.

Страны БРИКС, в особенности Китай, также добивались реформирования голосования в МВФ. Если население, резервы или объем производства – это подходящие критерии, право голоса в МВФ в настоящем смещено в пользу Западной Европы и против БРИКС. Лидеры МВФ признают это, и директор-распорядитель Кристин Лагард откровенно высказывалась в пользу необходимости реформы голосования, называемой на жаргоне МВФ «голос», особенно в отношении Китая. Трудность состоит в том, чтобы добиться того, чтобы такие страны, как Бельгия или Нидерланды, сократили свои голоса в пользу Китая. Этот процесс тянется не один год. Для продвижения реформы голосования БРИКС проницательно используют ситуацию регулирования взносов своих стран в крайне необходимые кредиты МВФ. Козырь БРИКС в этой игре – основать альтернативную многостороннюю резервную кредитную организацию, если МВФ не увеличит право голоса БРИКС.

Программа альтернатив БРИКС Международному валютному фонду и Всемирному банку стала принципиальным результатом их саммита в марте 2013 г. в Дурбане, Южная Африка. По завершении саммита страны БРИКС выпустили коммюнике, где, помимо прочего, утверждали:

«...мы отдали нашим министрам финансов распоряжения изучить возможность и целесообразность учреждения Нового банка развития для мобилизации ресурсов для инфраструктуры и... были удовлетворены тем обстоятельством, что учреждение Нового банка развития возможно и целесообразно. Мы согласны учредить Новый банк развития.

...мы поставили нашим министрам финансов и управляющим центробанками задачу разработать устройство сети финансовой поддержки с помощью создания пула условных валютных резервов (CRA) в рамках БРИКС... Мы придерживаемся мнения, что целесообразно учреждение CRA в начальном размере 100 млрд долл....

Мы призываем к реформированию международных финансовых организаций, с тем чтобы они стали более репрезентативными и отражали растущий вес БРИКС... Мы сохраняем озабоченность медленным темпом реформирования МВФ...»<sup>[161]</sup>

Саммит БРИКС также уделил отдельное внимание роли доллара США в качестве ключевой мировой валюты и его возможной замене специальными правами заимствования.

«Мы поддерживаем реформирование и совершенствование международной денежной системы, универсальную систему мировой резервной валюты, обеспечивающей стабильность и определенность. Мы приветствуем обсуждение роли специальных прав заимствований в существующей международной денежной системе, включая состав валютной корзины специальных прав заимствования...»<sup>[162]</sup>

Наконец, и это позволяет оставить всякие сомнения касательно статуса БРИКС как проекта скорее политического, чем экономического, саммит в Дурбане уделил значительное время таким темам, как кризис в Сирии, Палестинское государство, Израильские мирные соглашения, развитие ядерного оружия в Иране, война в Афганистане, нестабильность в Конго и другие стопроцентно геополитические вопросы.

Решение БРИКС по поводу новой многосторонней кредитной организации было вновь подтверждено на саммите БРИКС в Санкт-Петербурге (Россия) 5 сентября 2013 г., прошедшем одновременно с саммитом лидеров G20. На этом саммите страны БРИКС оговорили размер своих взносов в новый фонд: 41 % от Китая, по 18 % от России, Бразилии и

Индии, и 5 % от Южной Африки.

В дополнение к очередным встречам таких лидеров БРИКС, как Владимир Путин (Россия) и Си Цзиньпин (Китай) вместе с их министрами финансов и главами центробанков, вокруг БРИКС появилось большое количество вспомогательных и теневых организаций, включая, среди прочих, Совет аналитических агентств БРИКС, Деловой совет БРИКС и виртуальный секретариат БРИКС. Страны блока также координируют внешнюю политику с помощью встреч своих министров иностранных дел, проходящих одновременно с ежегодной встречей Генеральной ассамблеи ООН в Нью-Йорке. Эти инициативы породили новый международный класс координаторов – «шерпа» БРИКС и их помощников. Организации БРИКС образуют внушительную фракцию на других многосторонних форумах, проводимых МВФ, ООН и G20.

Сегодня БРИКС необходимо рассматривать как мощную экономическую и политическую силу, несмотря на недавний спад темпов роста отдельных участников альянса, например Китая. Мировое влияние БРИКС, с точки зрения территории, населения, дохода, природных ресурсов и финансовых резервов, невозможно игнорировать. Миру следует ускорить постепенное сближение между перспективами БРИКС на будущее и традиционными организациями Запада, раз страны БРИКС нашли политические курсы и процессы, которые их объединяют.

Это сближение имеет много граней, которые могут быть сведены к единой теме: сокращение международной роли доллара и снижение способности Соединенных Штатов и их ближайших союзников влиять на результаты крупнейших форумов и геополитических дискуссий. Возможно, истоки БРИКС в короткой научной работе О'Нила скромны, но эта группа зажила собственной жизнью.

## **Шанхайская организация сотрудничества**

Аналитики Уолл-стрит не одиноки в установлении общих черт в экономиках развивающихся стран, поскольку в последние годы появились и другие региональные группы. Эти связи, основанные на региональной близости или общности интересов, начали бросать вызов послевоенным договоренностям ведущих западных экономик. Они включают Шанхайскую организацию сотрудничества (ШОС) и Совет сотрудничества государств Персидского залива. Повторюсь, это объединение в группы связано с тенденцией сократить роль доллара США как ключевой мировой

валюты. Их цели выходят за пределы зон свободной торговли и общих рынков, которые существуют во всем мире, и включают стратегические, военные, природные ресурсы и международные денежные инициативы. В зависимости от того, насколько успешно эти группы преследуют свои цели и преодолевают внутреннее соперничество, они готовы играть значительную роль в любом реформировании или совершенствовании международной денежной системы из ее нынешнего устройства.

Шанхайская организация сотрудничества была создана в июне 2001 г. как преемник предшествующей организации, Шанхайской пятерки. Члены ШОС – это члены первоначальной Шанхайской пятерки: Россия, Китай, Казахстан, Кыргызстан и Таджикистан, плюс новый член ШОС – Узбекистан. Однако в качестве стран-наблюдателей ШОС включает Индию, Иран и Пакистан и регулярно приглашает на свои встречи представителей бывших советских республик и членов Ассоциации государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН).

ШОС берет истоки в вопросах безопасности, присущих странам-участницам, включая подавление сепаратистских тенденций на Кавказе, в Тибете и на Тайване. Члены союза также имеют общие интересы в борьбе с Аль-Каидой и другими террористическими группами в Чечне и Западном Китае. Но ШОС быстро превратился в азиатский противовес НАТО. Россия получила поддержку Китая в противостоянии с НАТО в Восточной Европе, а Китай получил поддержку России в противостоянии с Соединенными Штатами в Восточной Азии. В этом контексте неудивителен отказ ШОС в 2005 г. принять в свои ряды США в статусе наблюдателя<sup>[163]</sup>.

В дополнение к проведению объединенных военных учений и сотрудничеству в десятках крупномасштабных инфраструктурных проектов, имеющих отношение к энергетике, телекоммуникациям и водным ресурсам, ШОС также проводит инициативы в банковской системе и многостороннем финансировании, которые имеют отношение к будущему международной денежной системы. Совет премьер-министров ШОС на саммите в Москве 26 октября 2005 г. подписал соглашение, создающее Межбанковское объединение ШОС, разработанное для облегчения экономического сотрудничества между центробанками стран-участниц, совместного финансирования инфраструктурных проектов и формирования специализированных учреждений, кредитующих развитие их членов<sup>[164]</sup>.

На саммите премьер-министров ШОС в Астане (Казахстан) в октябре 2008 г. китайский премьер Вэнь Цзябао и российский премьер-министр Владимир Путин поддержали принятие Ирана в ШОС в качестве

полноценного участника. На этом саммите вице-президент Ирана Парвиз Давуди отметил, что «Шанхайская организация сотрудничества – это хорошая площадка для создания новой банковской системы, независимой от существующих международных банковских систем»<sup>[165]</sup>. Саммит ШОС в июне 2009 г. проходил параллельно саммиту БРИК в Екатеринбурге (Россия). Тогда китайский президент Ху Цзиньтао и российский президент Дмитрий Медведев использовали возможность саммитов ШОС и БРИКС для подписания совместной китайско-российской декларации, призывающей к реформированию мировой финансовой системы и международных финансовых организаций и увеличению представительства развивающейся экономики в МВФ<sup>[166]</sup>. У новоизбранного президента Ирана Рухани на саммите ШОС в столице Кыргызстана Бишкеке 13 сентября 2013 г. состоялось нечто вроде международного первого бала. На этом саммите Иран получил сильную поддержку от России, Китая и остальных членов ШОС в вопросе невмешательства в активность Ирана в сфере обогащения урана.

Поскольку геополитика все чаще разворачивается скорее в области международных экономик, чем в чисто военно-дипломатических сферах, можно ожидать эволюции ШОС из альянса в сфере безопасности в потенциальную валютную зону. Это уже завуалированно произошло посредством роли, сыгранной российскими и китайскими банками в облегчении транзакций Ирана в твердой валюте, несмотря на санкции на перевод Ираном средств, наложенные Соединенными Штатами и ЕС.

Сходство целей БРИКС и ШОС по вопросам международной денежной системы должно тревожить традиционные западные элиты больше всего. Движущие силы процесса – Россия и Китай, два наиболее влиятельных члена обеих организаций. БРИКС и ШОС могут иметь различные цели в военной и стратегической деятельности, но они являются единомышленниками в вопросах права голоса в МВФ и разделяют растущую антипатию к ведущей роли доллара.

## **Персидский залив**

Еще один стратегически и географически близкий альянс, Совет сотрудничества государств Персидского залива, определенно имеет потенциал для создания единой валютной зоны, которая снизит роль доллара США.

Этот Совет сотрудничества был основан 25 мая 1981 г. пактом,

подписанным в Эр-Рияде, Саудовская Аравия, шестью основателями: Бахрейном, Кувейтом, Оманом, Катаром, Саудовской Аравией и Объединенными Арабскими Эмиратами. Добавлений к этой исходной группе не было, хотя в настоящее время в качестве кандидатов рассматриваются Марокко и Иордания.

Совет сотрудничества государств Персидского залива не имеет связей с Ираком или Ираном, несмотря на тот факт, что оба государства граничат с Персидским заливом, как и участники Совета. Причины очевидны. Ирак разрушил отношения с Советом сотрудничества, вторгшись на территорию страны-участника Кувейта в 1990 г. Иран не является кандидатом на вступление в союз, потому что с этнической и религиозной точек зрения отличается от арабских государств, с которыми делит Персидский залив и является злейшим врагом Саудовской Аравии. Однако возможное добавление Иордании и Марокко логично. Все настоящие члены Совета – это арабские монархии. Иордан – это арабская монархия, а Марокко – арабоязычная монархия и член Лиги арабских государств. Хотя Совет сотрудничества государств Персидского залива проводит относительно либеральную экономическую и торговую политику, это все еще *de facto* клуб оставшихся монархов Аравии.

Совет сотрудничества государств Персидского залива следовал по пути, не сильно отличающемуся от ЕС, успешно установив в 2008 г. общий рынок и сейчас двигаясь к единой валюте. Значение Совета сотрудничества государств Персидского залива для международной денежной системы заключено скорее в инициативе единой валюты, чем в других гранях стратегического и экономического сотрудничества, которые имеют скорее региональную, чем международную важность. Как это было и в случае с евро, принятие единой валюты в рамках Совета займет не менее десяти лет. Среди ключевых вопросов, которые необходимо решить, – критерии конвергенции налогово-бюджетной и денежной политики стран-участниц и полномочий нового центрального банка. Наиболее активно в краткосрочной перспективе обсуждается неизбежная политика, которая крутится вокруг таких вопросов, как физическое местоположение штаб-квартиры центрального банка и членство и главенство в его совете директоров.

Участники Совета сотрудничества государств Персидского залива – это уже квазивалютный союз, потому что их индивидуальные валюты ориентированы на доллар США и таким образом по отношению друг к другу они используют фиксированный обменный курс. Однако каждый из участников Совета поддерживает независимый центральный банк. Это

устройство напоминает Европейский механизм валютных курсов, ERM, бывший в ходу с 1979-го по 1999 г. и являвшийся предшественником евро, хотя Совет сотрудничества государств Персидского залива оказывается более успешным, чем ERM, который сталкивался с многочисленными переменами в установленных валютных паритетах участников.

Переход от нынешнего устройства Совета сотрудничества государств Персидского залива к единой валюте представляется простым процессом. Однако недавние потрясения в еврозоне заставили членов Совета призадуматься и затормозили процесс денежной интеграции. Наиболее значительное затруднение – это ведение единой денежной политики при различных бюджетно-налоговых политических курсах. Эта проблема стала одной из главнейших причин европейского кризиса государственного долга. Такие страны, как Греция и Испания, проводили неустойчивые бюджетно-налоговые политические курсы, финансируемые долгом в твердой валюте, евро, для инвесторов, которые делали неправильный вывод, что государственный долг в евро имеет неявную поддержку всех членов еврозоны. Ключевая проблема любого предполагаемого валютного союза (такого как Совет сотрудничества государств Персидского залива) в том, как усилить налогово-бюджетную дисциплину среди участников, когда будет создан единый центральный банк и единая денежная политика. Существует необходимость предупредить повторение «бесплатного проезда» в греческом стиле за счет бюджетно-налоговой дисциплины сильнейших членов союза.

Совет сотрудничества государств Персидского залива уже стал свидетелем этой проблемы «бесплатного проезда» во время краха Dubai World в 2009 г. Дубай – это часть Объединенных Арабских Эмиратов, наряду с шестью другими государствами, из которых наиболее заметен Абу-Даби. В Эмиратах ходит единая валюта, дирхам, выпускаемая центральным банком, расположенным в Абу-Даби.

Инвестиционно-холдинговая компания Dubai World была создана в 2006 г. правителем Дубая шейхом Мохаммедом ибн Рашидом аль-Мактумом. Хотя Dubai World настаивала на том, что ее долги не были гарантированы государством, ее долг оказался для инвесторов равнозначным государственному долгу одного из участников ОАЭ. Между 2006-м и 2009 гг. Dubai World получила займы примерно на 60 млрд долл. для финансирования инфраструктурных проектов, включая офисные здания, многоэтажные жилые здания и транспортные системы, многие из которых до настоящего времени остаются пустыми или неиспользованными.

27 ноября 2009 г. Dubai World неожиданно объявила о том, что просит у кредиторов «паузы» и призывает к всеобъемлющему увеличению сроков погашения задолженности. Это невыполнение денежных обязательств в большей степени, чем любое из конкретных событий в Европе, стало катализатором кризиса государственного долга, который быстро охватил Европу и длился с 2010-го по 2012 г. В итоге Абу-Даби и центральный банк ОАЭ вмешались и оказали финансовую помощь Dubai World практически таким же образом, как ЕС и Европейский центральный банк вмешались и оказали финансовую помощь Греции, Португалии, Ирландии и Испании. Эти уроки ОАЭ и Европы не прошли незамеченными для Саудовской Аравии, Катар и других богатых участников GCC. До того как продвинется проект введения единой валюты, наверняка потребуются имеющий законную силу фискальный пакт Совета сотрудничества государств Персидского залива с ограничениями по превышению доходов над расходами.

Другая крупнейшая задача, которая вырисовывается перед единой валютой Совета, – это вопрос начального паритета по отношению к доллару США. Слишком низкая стоимость вызовет инфляцию, тогда как слишком высокая окажется дефляционной. Это та же дилемма, с которой столкнулась Великобритания, когда вернулась к золотому стандарту в 1925 г. после того как отменила золотой стандарт в 1914 г., чтобы вести Первую мировую войну. Великобритания тогда совершила грубую ошибку, установив слишком высокую цену фунта стерлингов по отношению к золоту, что вызвало чрезвычайную дефляцию и поспособствовало Великой депрессии.

Когда страна или группа стран ориентируется на доллар США, эти страны, по сути дела, передают свою денежную политику на реализацию Федеральной резервной системе. Если ФРС осуществляет снятие денежных ограничений, а ориентированная на нее страна имеет положительное сальдо торгового баланса или имеет входящие потоки капитала, ей придется печатать собственные деньги для приобретения входящих долларов, чтобы поддержать эту ориентированность. На практике политика дешевых денег ФРС экспортируется посредством механизма обменного курса, который заставляет ориентированную страну запускать свою собственную политику дешевых денег. Если экономика ориентированной страны сильнее, чем экономика США, эта политика дешевых денег вызывает инфляцию, как это происходит в Китае и в Совете сотрудничества государств Персидского залива с 2008 г. Простейшее решение – отказаться от этой ориентированности и позволить местной



валюте вырасти относительно доллара. Такое снижение ценности доллара и есть цель ФРС в политике дешевого доллара.

Альтернативное решение – это установить единую валюту с ценностью, привязанной к валюте, *отличной* от доллара. Финансовые эксперты предлагают нескольких кандидатов на такую альтернативную ориентированность <sup>[167]</sup>. Один очевидный кандидат – это специальные права заимствования МВФ, или СПЗ. Сами СПЗ оцениваются по отношению к валютной корзине, которая включает доллар, но значительная доля отводится евро, фунту стерлингов и иене. Важно, что МВФ оставляет за собой возможность периодически изменять состав валютной корзины СПЗ, добавляя новые валюты для лучшего отражения структуры торговли, изменений сравнительных преимуществ и относительных экономических показателей стран, чьи валюты входят в корзину. Ориентированность на СПЗ более тесно объединит будущую валюту Совета сотрудничества государств Персидского залива с экономиками их торговых партнеров и снизит влияние ФРС на денежную политику Совета.

Экономики участников Совета сотрудничества государств Персидского залива в отношении дохода и роста в большой степени зависят от экспорта нефти. Неустойчивость долларовой цены на нефть обуславливает неустойчивость экономических показателей, когда валюта этих государств ориентирована на доллар. В этом случае логическим расширением подхода к корзине СПЗ будет включение в корзину долларовой цены на нефть <sup>[168]</sup>. В результате этого поступка обменный курс валюты государств-участников Совета будет изменяться параллельно долларовой цене на нефть. Если ФРС преследует политику дешевого доллара, а долларовая цена на нефть возрастает в силу итоговой инфляции, валюта стран Совета будет испытывать автоматическое снижение инфляции. Таким образом, валюта стран Совета будет одновременно и ориентирована на политику дешевого доллара ФРС, и свободна от нее.

Более многообещающее решение задачи ориентированности – и оно имеет большее значение для будущего международной денежной системы – более радикально: *устанавливать цены на экспортируемые нефть и природный газ в валюте самого Совета сотрудничества государств Персидского залива*, таким образом позволяя этой валюте плавать по отношению к другим. Это может обозначить реальное начало падения доллара как эталонной валюты цен на нефть и создать незамедлительный мировой спрос на валюту Совета.

Чтобы позволить валюте Совета сотрудничества государств

Персидского залива стать настоящей мировой резервной валютой (в противоположность валюте, имеющей свободное хождение), потребуется дальнейшее расширение финансовых рынков и инфраструктуры. Однако экспорт энергоносителей, оцениваемый в валюте Совета, в сочетании с экспансией евро и деятельностью БРИКС и ШОС по приобретению золота и избеганию владычества доллара могут предвещать снижение роли доллара как мировой резервной валюты. Будь то умышленное или неумышленное последствие (а кое-кто назвал бы это смертельной опасностью) политических курсов Федеральной резервной системы и казначейства США, официальные лица США не отреагируют на это открыто.

## **Островные близнецы**

Два государства держатся особняком в этом исследовании денежного принципа многосторонних отношений и растущего недовольства международной денежной системой: Великобритания и Япония. Великобритания – член НАТО и ЕС, а Япония – это важный и многолетний партнер по договорам США.

Ни одно из государств не присоединилось к денежному союзу и громогласно не высказывалось против доминирования США в международных валютных организациях. И Япония, и Великобритания сохраняют собственные валюты и собственные центробанки, на их территории в Токио и Лондоне находятся соответствующие финансовые центры. Японская иена и фунт стерлингов Великобритании официально признаны МВФ в качестве резервных валют, и как Япония, так и Великобритания имеют крупные устойчивые рынки облигаций, необходимые для поддержания этого статуса.

Однако Япония и Великобритания слабы в отношении золотого резерва: у них всего около 25 % золота, необходимого для соответствия отношению золота к ВВП у США или России; у Японии и Великобритании даже меньшее соотношение золота к ВВП, чем у Китая, который сам по себе испытывает нехватку золота. Напротив, Япония и Великобритания представляют собой чистейшие случаи доверия к бумажным деньгам. Каждой из стран угрожают печатные машины, недостаточность золота, отсутствие союзников и запасного плана.

Япония и Великобритания – часть мирового денежного эксперимента, организованного Федеральной резервной системой США и озвученного

бывшим председателем совета управляющих ФРС Беном Бернанке в двух речах: одной – произнесенной в Токио 14 октября 2012 г., и другой – произнесенной в Лондоне 25 марта 2013 г.<sup>[169]</sup> В своей речи в Токио Бернанке заявил, что в обозримом будущем США продолжат политику количественного смягчения посредством наращивания денежной массы. Таким образом, у торговых партнеров есть два варианта. Они могут ориентировать свои валюты на доллар, что вызовет инфляцию; именно это происходило в Совете сотрудничества государств Персидского залива. Или, согласно Бернанке, эти торговые партнеры могут позволить своим валютам повысить курс, что является желаемым итогом в рамках его политики дешевого доллара, и в этом случае пострадает их экспорт. Торговым партнерам, которые сетовали, что это выбор из двух зол, инфляции и сокращения экспорта, Бернанке пояснил, что если ФРС не снимет ограничений, результат для них будет даже хуже; терпящая крах экономика США ударит по мировому спросу, равно как и по мировой торговле, и погрузит развитые и развивающиеся рынки в общемировую депрессию.

Несмотря на аргументацию Бернанке, его политика дешевого доллара имела потенциал подстегнуть амплитуду девальвации валют по принципу «разори соседа», войну валют, которая может привести к торговой войне, как случилось в 1930-х. Бернанке унял эти опасения в своей лондонской речи 2013 г. Он сказал, что проблема с девальвациями в 1930-х заключалась в том, что они были скорее *многостадийными*, чем совпадающими во времени. Каждая страна, проводившая девальвацию в 1930-х, могла выиграть в росте и доле рынка экспорта, но это происходило за счет стран, которые еще не провели девальвацию. Желаемый рост в результате девальвации был неоптимальным, поскольку сопровождался высокими издержками. Решение Бернанке заключалось скорее в *одновременном*, чем последовательном снятии ограничений США, Японией и Великобританией. Теоретически это приведет к стимулированию крупнейших экономик без возложения временных затрат на торговых партнеров. Бернанке сказал:

«Сегодня наиболее развитые промышленно экономики остаются... в тисках медленного восстановления после Великого экономического спада. При повсеместном сохранении инфляции центральные банки в этих странах проводят стимулирующую денежно-кредитную политику для поддержания роста. Является ли такая политика конкурентной девальвацией? Напротив, потому что денежно-кредитная политика является стимулирующей в подавляющем большинстве промышленно

развитых экономик, и больших и устойчивых изменений в... валютных курсах этих странах ожидать нельзя. Сколь-либо значительные преимущества кредитно-денежного стимулирования в развитых экономиках не создаются с помощью изменения валютных курсов; наоборот, они исходят из поддержки внутреннего совокупного спроса в каждой стране или регионе. Более того, поскольку более сильный рост в каждой экономике является условием благотворных последствий для торговых партнеров, эти меры представляют собой действия не по принципу «разори соседа», а скорее беспроигрышные «обогати соседа»<sup>[170]</sup>.

Риторика Бернанке на тему «обогати соседа» не принимает в расчет соседей на развивающихся рынках, таких как Китай, Корея, Бразилия, Таиланд и все остальные, где курс местных валют должен повышаться (а экспорт – страдать), чтобы «стимулирование» Бернанке сработало в развитых экономиках. Другими словами, японский экспорт может оказаться в выигрыше, но это может произойти за счет экспорта Кореи, и так далее. Возможно, это не будет валютной войной всех против всех, но это все же будет война, которая столкнет США, Великобританию и Японию с остальными членами G20.

У Японии и Великобритании есть еще одна причина поддерживать печать денег и последующую девальвацию, к которой настоятельно призывает ФРС. Печать денег существует не только для стимулирования экспорта, но и для увеличения импортных цен. Такой импорт по более высокой цене вызовет инфляцию, нейтрализующую зарождающуюся дефляцию, которая появляется в США и Великобритании и уже давно существует в Японии. В случае Японии инфляция в первую очередь выразится в повышении цен на импорт энергоносителей, а в случаях США и Великобритании – в более высоких ценах на одежду, электронику и определенные виды сырья и продуктов питания.

Соотношение долга к ВВП и в США, и в Великобритании примерно 100 %, и оно возрастает, тогда как соотношение долга и ВВП в Японии превышает 220 %. Это рекордно высокие значения. Для инвесторов в этих соотношениях более важна тенденция, чем абсолютный уровень, а тенденция ухудшается. Все три государства движутся к кризису государственного долга, если их политические курсы не окажутся настроены на то, чтобы направить эти соотношения долга и ВВП на путь уменьшения.

Отношения долга к ВВП вычисляются скорее в номинальном, чем в реальном выражении. Номинальные долги должны погашаться номинальным ростом дохода. Номинальный рост равняется реальному росту плюс инфляции. Поскольку реальный рост еле ощутим, центробанки *должны* вызывать инфляцию, для появления хоть какой-то надежды на увеличение номинального роста и сокращение соотношения долга к ВВП. Когда снижение процентной ставки, вызванное политическими причинами, невозможно продолжать, потому что ставки по существу нулевые, излюбленная технология банкиров центробанков – это насыщение экономики денежной массой, направленное в том числе на импорт инфляции через девальвацию валюты.

Английский банк участвовал в четырех раундах насыщения экономики денежной массой, начавшихся в марте 2009 г. Последующие раунды этого насыщения были предприняты в октябре 2011 г., феврале и июле 2012 г. Ожидаются и дальнейшие сделки, пока Банк Англии не достигнет своей цели инфляции. Банк Англии освежающе откровенно высказывается, что стремится к достижению скорее номинального, чем реального роста, хотя надеется, что реальный рост может стать побочным продуктом. Вот официальное объяснение покупки облигаций для реализации насыщения рынка денежной массой: «Цель этих приобретений была и остается в том, чтобы вбросить деньги непосредственно в экономику для повышения номинального спроса. Несмотря на разные способы претворения в жизнь денежной политики, цель остается неизменной – достичь результата 2 %-ной инфляции в единицах измерения потребительских цен ИПЦ»<sup>[171]</sup>.

Ситуация в Японии другая. Начиная с декабря 1989 г., с момента краха пузырей акций и недвижимости, Япония находится в состоянии, которое можно описать как Долгую депрессию. В 1990-х гг. Япония для поддержания экономики на плаву рассчитывала в первую очередь на налогово-бюджетное стимулирование, но в конце 1990-х началась более разрушительная фаза депрессии. Номинальный ВВП Японии, достигший пика в 1997 г., снизился к 2011 г. почти на 12 %. Индекс потребительских цен в Японии достиг вершины в 1998 г. и с этого времени неуклонно снижается, показатели ИПЦ достигают положительных значений в относительно небольшом количестве кварталов. Это азбучная, если не интуитивно понятная, истина: экономика со снижающимся *номинальным* ВВП все же может иметь *реальный* рост, когда инфляция сменяется дефляцией. Но этот вид реального роста ничем не может помочь правительству в вопросах долга, дефицитов и сбора налогов, поскольку они основаны на номинальном росте.

Отношения Банка Японии к насыщению рынка денежной массой, инфляции и нацеленности на номинальный ВВП более непрозрачно, чем у Банка Англии. Деятельность Банка Японии по снятию денежных ограничений до 2001 г. была несистематической и противоречивой даже в рамках самого банка. Умеренная программа насыщения рынка денежной массой началась в марте 2001 г., но она была слишком мала, чтобы оказаться эффективной. Подробное исследование влияния насыщения рынка денежной массой в Японии с 2001-го по 2011 г., проведенное МВФ, делает заключение: «Влияние на экономическую активность... оказалось ограниченным»<sup>[172]</sup>.

Внезапно в воскресенье, 16 декабря 2012 г. японские политические меры и кредитно-денежная политика изменились с избранием Синдзо Абэ на должность премьер-министра и безоговорочной победой его Либерально-демократической партии. Выборы дали партии Абэ подавляющее преимущество в парламенте Японии, которое позволяло преодолевать вето сената. Абэ открыто агитировал за платформу печати денег, включая угрозы внести поправки в законы, регулирующие деятельность Банка Японии, если тот не сможет их печатать. Абэ сказал: «Кредитно-денежная политика очень редко становится фокусом выборов. Мы выступаем за необходимость преодолеть дефляцию, и наша аргументация получила сильную поддержку. Я надеюсь, что Банк Японии признает результаты и примет соответствующее решение»<sup>[173]</sup>.

Даже избрание Абэ полностью не убедило рынки, что Банк Японии действительно примет чрезвычайные меры, учитывая его индифферентный подход к снятию денежных ограничений за предыдущие двадцать лет. 20 марта 2013 г. управляющим Банка Японии стал специально подобранный Абэ кандидат Харухико Курода. За считанные дни Курода убедил управляющий совет банка принять крупнейшую программу по насыщению рынка денежной массой, которую когда-либо видел мир. Банк Японии дал обязательство приобрести 1,4 трлн долл. японских государственных облигаций за двухлетний период 2013-2014 гг. с использованием печати денег<sup>[174]</sup>. Одновременно Япония объявила о плане увеличения срочной структуры облигаций, которые она приобретает, сравнимом по масштабу с «Операцией «Твист» ФРС по обмену краткосрочных бумаг на долгосрочные. По отношению к размеру экономики США японская программа печати денег более чем вдвое превысила программу третьего раунда количественного смягчения ФРС, объявленную в 2012 г. Как и Банк Англии, Банк Японии открыто излагал свою цель усилить инфляцию для



увеличения если не реального, то номинального ВВП. «Банк достигнет... целевого показателя 2 % в категориях сравнения с прошлым годом значения изменения индекса потребительских цен... в ближайшее возможное время...»<sup>[175]</sup>

К 2014 г. казалось, что Федеральная резервная система, Банк Японии и Банк Англии играют в кредитно-денежный покер и поставили на карту последнее. Все три центральных банка вели бессрочную политику печати денег для создания инфляции, чтобы увеличить номинальный ВВП. Превратится ли номинальный ВВП в реальный, к делу не относилось. В действительности реальный рост во всех трех странах продвинулся по траектории, характерной для депрессии. Первоочередными целями соответствующих кредитно-денежных политических курсов были инфляция и номинальный ВВП.

Доллар США, фунт стерлингов Великобритании и японская иена вместе составляют 70 % от мирового выделенного резерва и 65 % корзины СПЗ. Если Федеральная резервная система – это краеугольный камень международной денежной системы, то Банк Японии и Банк Англии – это примыкающие к ней камни свода. Но всем трем центральным банкам, на сегодня вовлеченным в эксперимент по печатанию денег в беспрецедентном масштабе, грозит в высшей степени неопределенный результат. Их заявленная цель – это не реальный рост, а инфляция и номинальный рост для уплаты долгов.

Кредиторы и держатели резервов в БРИКС, ШОС, Совете сотрудничества государств Персидского залива и на других развивающихся рынках наблюдают за этим шоу печати денег с неприкрытой безысходностью и увеличивающейся решимостью покончить с международной денежной системой, которая позволяет осуществлять такой экономический «бесплатный проезд» за счет инфляции, потери экспорта и уменьшения благосостояния в их собственных странах. Еще неизвестно, рухнет ли международная денежная система под собственным весом или ее свергнут потерпевшие курсовые потери развивающиеся рынки в ответ на преступление века, которое совершают центральные банки США, Великобритании и Японии.

## Часть 3. Деньги и благосостояние





## Глава 7. Долг, дефицит и доллар

*...политика заявлений о намерениях... должна обещать, что кредитно-денежная политика не унесет чашу для пунша, а позволит вечеринке продолжаться до самого позднего вечера с таким расчетом, чтобы все хорошо провели время.*

Чарльз И. Плоссер, президент Федерального резервного банка Филадельфии. 12 февраля 2013 г.

*Принятие номинального дохода... как целевого показателя могут рассматривать как инновационное только те, кто не знаком с дискуссией о модели кредитно-денежной политики последних нескольких десятилетий. Никто еще не разработал способа сделать ее выполнимой... Скорее... целевой показатель будет восприниматься как плохо завуалированный способ добиться более высокой инфляции.*

Чарльз Гудхарт, экономист. 18 марта 2013 г.

### «ФРС и значение денег» (The Fed and the Meaning of Money)

Что такое доллар? На этот вопрос нет простого ответа. Большинство людей отвечают, что доллар – это деньги, нечто, что они зарабатывают, тратят или копят. Это порождает еще один вопрос. Что такое деньги? Эксперты повторяют заученное трехчастное определение денег как средства обмена, накопления и расчетной единицы. Часть определения касательно расчетной единицы полезна, но почти ненаучна. *Расчетной единицей* могут быть крышки от бутылок или узлы на веревке (расчетная единица – это просто способ добавлять или отнимать ощущаемую ценность). *Средство обмена* также имеет косвенное отношение к ценности, поскольку каждая сторона обмена должна ощущать ценность единицы, обмениваемой на товары или услуги. При том что две из трех частей определения имеют косвенные базовые значения, стандартное определение

в целом может сжаться до оставшейся части – средство накопления, то есть *сохранения ценности*.

Далее, если деньги – это ценность, то что такое *ценность*? На этом этапе анализ становится философским и моральным. Ценности могут сохранять частные лица, однако их могут разделять другие в рамках культуры или общности. Ценности могут быть субъективными, как это происходит в случае этики; или абсолютными, как в случае с религией. Ценности могут вступать в конфликт, когда соперничающие или граничащие группы обладают сильно отличающимися ценностями.

Несмотря на эту широту значения ценности, выделяются два аспекта. Первый – это идея измерения, способа замера наличия, отсутствия или степени ценности. Второй – это идея доверия; когда кто-то предписывает ценности частному лицу или группе, он доверяет частному лицу или группе лиц, что они будут действовать сообразно этим ценностям. Доверие реализуется как соответствующее поведение в виде взаимовыгодных или бескорыстных действий.

По сути, доллар – это деньги, деньги – это ценность, а ценность – это последовательно заслуженное доверие. Когда кто-то покупает где-то в мире бутылку кока-колы, он доверяет, что при производстве использована оригинальная формула, содержимое не содержит посторонних примесей и в этом смысле кока-кола не разочарует. Это последовательно заслуженное доверие, означающее, что бутылка колы имеет ценность.

Когда покупатель приобретает бутылку колы, он дает продавцу доллар. Это не просто бартер, но скорее обмен ценностями. Что является источником ценности доллара? Как он демонстрирует пример последовательно заслуженного доверия?

Чтобы ответить на этот вопрос, надо копнуть поглубже. Сам по себе доллар, в бумажном или цифровом виде, – это изображающий реальную вещь объект. Но что именно изображает доллар? На кого направлено доверие? Когда требуется доверие, применимо изречение Рональда Рейгана: *«Доверяй, но проверяй»*. Федеральная резервная система, которой владеют центральные банки, выпускает доллар. ФРС требует нашего доверия, но как можно проверить, заслужено ли оно?

В правовом обществе общепринятый способ проверки доверия – это договор в письменном виде. Студент первого курса юридического вуза на занятии по договорам немедленно выучивает правило «добейся письменной формулировки». Убеждения и ожидания сторон договора изложены в письменном виде и прочитаны обеими сторонами. При условии, что обе стороны согласны, договор подписывается, и начиная с

этого момента он воплощает доверие. Временами возникают споры о значении слов в договоре или о выполнении его условий. Для решения этих споров в странах существуют суды. Система договоров, судов и решений на основе конституции – это то, что подразумевается под правовым обществом.

Как Федеральная резервная система вписывается в эту систему? С одной стороны, ФРС следует модели договоров в письменном виде. Можно начать с чтения мелкого текста на долларовой бумажке. Именно здесь мы можем найти денежный договор в письменном виде. Стороны договора определены как «Федеральная резервная система» и «Соединенные Штаты Америки» от имени народа.

Однодолларовые договоры заключаются каждым из двенадцати региональных резервных банков ФРС. Некоторые из них заключены федеральным банком Далласа, некоторые – Филадельфии, и так далее. Договоры более крупного номинала, например двадцатидолларовые, заключает «Система». Все эти договоры подписаны агентом, секретарем казначейства США от имени народа.

Самый важный пункт долларового договора в письменной форме напечатан на лицевой стороне, вверху каждой банкноты. Это фраза «Федеральная резервная банкнота». Банкнота – это обязательство, разновидность долга. В действительности именно так ФРС сообщает о выпущенных деньгах в своем балансе. Балансовые отчеты на левой стороне показывают активы, на правой стороне пассивы, а капитал, который составляет разность активов и пассивов, указан внизу. Банкноты, выпущенные ФРС, вносятся в правую часть балансового отчета, как пассив, именно туда, куда помещают долги.

Банкноты ФРС – это необычная форма долга, потому что на них не начисляется никаких процентов и у них нет срока погашения. Еще один способ описать доллар, используя договорную теорию, – это то, что он является бессрочной беспроцентной банкнотой, выпущенной ФРС. Любой заемщик подтвердит, что бессрочный и беспроцентный долг – это лучший вид долга, потому что он так и не будет оплачен и в настоящее время ничего не стоит. Однако это долг.

Таким образом, доллар – это деньги, деньги – это ценность, ценность – это доверие, доверие – это договор, а договор – это долг. Если применить арифметический закон транзитивности, доллар – это долг, в котором ФРС находится перед народом, в договорной форме. Эта точка зрения может быть названа договорной теорией денег, или контрактизмом<sup>[176]</sup>. Применительно к доллару один из способов понять эту теорию – это

каждый раз подставлять слово «долг», когда видишь слово «деньги». Тогда весь мир выглядит по-другому: это мир в долгу.

Этот подход к деньгам через призму договора – одна из многих денежных теорий. Наиболее влиятельная из них – это количественная теория денег, или *монетаризм*, поборниками которой в XX веке являлись Ирвинг Фишер и Милтон Фридман<sup>[177]</sup>. Монетаризм – это один из избранных руководящих принципов создания денег ФРС, хотя оригинальная формулировка, которой придерживался Фридман, уже не в моде.

Еще один подход – это государственная теория денег, которая утверждает, что необеспеченные бумажные деньги имеют ценность, поскольку государство может требовать эти деньги как средство уплаты налогов. Государство может использовать для сбора налогов принуждение вплоть до смерти, так что граждане работают ради денег и ценят их потому, что деньги могут удовлетворить государство. Эти взаимоотношения денег и государства означают, что бумажные деньги имеют внешнюю ценность, превосходящую их внутреннюю ценность, ввиду посредства государственной власти<sup>[178]</sup>. Этот вид денег известен как хартальные деньги, и *хартализм* – это еще одно название государственной теории денег. В 1920-х гг. Джон Мейнард Кейнс использовал хартализм в своих призывах к отмене золотого стандарта<sup>[179]</sup>. Более недавние приверженцы теории денег как рычага государственной власти – это Пол Маккалли, бывший руководитель гиганта – рынка облигаций РИМСО, и Стефани Келтон, экономист из Университета Миссури, которые маршируют под знаменами «современной теории денег»<sup>[180]</sup>.

Новый участник тотализатора денежных теорий – количественная теория кредита. Эту теорию развивал Ричард Дункан, и она является вариантом количественной теории денег. Дункан предполагает, что выдача кредита становится такой активной и повсеместной, что идея денег в наше время относится к категории идеи о кредите, и эта выдача кредита – это настоящая цель изучения денег и соответствующей политики<sup>[181]</sup>. Дункан приводит впечатляющие результаты статистического и экспертного анализа государственной информации по изучению кредитной экспансии. Его работа могла бы быть названа соответственно – *кредитизм*, хотя на самом деле это версия XXI века точки зрения на деньги XIX века, называемая Британской банковской школой<sup>[182]</sup>.

*Монетаризм, хартализм и кредитизм* – все они имеют общую идею: веру в фиатные деньги. Слово «*fiat*» имеет латинское происхождение и

значит «да будет так». Применительно к деньгам «фиатный» относится к случаю, когда государство устанавливает, что конкретная форма денег служит в качестве валюты и используется как законное платежное средство. Все три теории согласны в том, что деньги не должны иметь собственной стоимости, поскольку они обладают внешней стоимостью, которую обеспечивает государство. Когда противники фиатных денег говорят, что деньги «ничем не обеспечены», эти теоретики отвечают: «И что с того?» С их точки зрения деньги имеют ценность, поскольку государство диктует, что это так, и для придания деньгам ценности больше ничего не требуется.

Любая теория работоспособна только до той степени, до которой она согласуется с явлениями реального мира и помогает наблюдателям понять и предвосхитить его события. Теории денег, которые исходят из государственной власти, – это чрезвычайно слабая опора, потому что власть государства эфемерна. В этом смысле эти конкурирующие теории денег можно назвать обусловленными или зависящими от власти государства.

Если вернуться к тому, с чего мы начали, контрактная теория денег концентрируется на внутренней ценности денег. Деньги могут быть бумагой, но бумага – это написанный текст, а написанный текст – это законный договор. Гражданин может считать, что этот договор имеет ценность, по своим собственным причинам, независимым от предписаний государства. Гражданин может ценить исполнение договора больше, чем фиатность. Эта теория полезна для понимания не только доллара, но и для того, заслужен ли долларовый контракт или нет, как сейчас, так и в будущем.

Хотя доллар как долг не имеет процентной ставки и сроков выплаты, он все же включает обязанности по выполнению договора ФРС и казначейством, двумя поименованными сторонами договора. Это исполнение реализуется в экономике. Если экономика идет на поправку, доллар полезен, а исполнение договора удовлетворительно или имеет ценность. Если экономика функционирует с нарушениями, исполнение может быть сочтено неудовлетворительным до степени неисполнения договорных обязательств.

Золотой стандарт – это способ привести договор в исполнение. Защитники золота настаивают, что все бумажные деньги не имеют внутренней ценности, которую могут представлять только осязаемые драгоценные металлы в виде золота или, возможно, серебра. Однако эта точка зрения превратно трактует роль золота в золотом стандарте, кроме

тех немногих, кто настаивает, что монеты или слиток могут быть единственным средством расчетов, – это в высшей степени непрактичное состояние дел. Все золотые стандарты включают в себя взаимоотношения между физическим золотом и бумажным представлением золота, называют ли способы этого представления банкнотами, акциями или расписками. Как только эти взаимоотношения признаны, мы быстро возвращаемся в мир договора.

С этой точки зрения золото – это обеспечение или обязательство, предоставленное для обеспечения удовлетворительного исполнения денежного договора. Если государство печатает слишком много денег, гражданин в таком случае волен заявить о невыполнении условий денежного договора и обменять свои бумажные деньги на золото по рыночному обменному курсу. В действительности гражданин получает свое обеспечение.

Поборники золота предлагают, что обменный курс бумажных денег и золота должен быть фиксированным и сохраняться неизменным. В этом есть положительная сторона, но фиксированный обменный курс не является ключевым для роли золота в договорной системе денег. Необходимо только, чтобы гражданин мог свободно купить и продать золото в любой момент. Любой гражданин может устанавливать персональный золотой стандарт, покупая золото за бумажные доллары, в то время как тот, кто не покупает золото, выражает удовлетворенность договором бумажных денег на данный момент.

Таким образом, денежная цена золота – это мера исполнения договора ФРС и казначейством. Если исполнение удовлетворительно, цена золота должна быть стабильна, поскольку граждане остаются спокойны в вопросе своей сделки с бумажными деньгами. Если исполнение неудовлетворительно, цена золота подскочит, поскольку граждане расторгают свои денежно-долговые договоры и требуют своего обеспечения посредством покупки золота на открытом рынке. Как и любой должник, ФРС предпочитает, чтобы граждане-кредиторы были неосведомлены о своем праве потребовать обеспечение. ФРС ставит на то, что граждане не потребуют свое золотое обеспечение *en masse*<sup>[183]</sup>. Эта ставка зависит от высокой степени беспечности граждан касательно природы денежного договора, природы золота и их права изъять обеспечение за невыполнение условий договора.

Это одна из причин, почему ФРС и экономисты-приверженцы фиатных денег используют фразы наподобие «варварский реликт» и «традиция» для описания золота и настаивают на том, что золото не играет

никакой роли в современной денежной системе. Точка зрения ФРС абсурдна, она сродни словам о том, что земля и строения не играют никакой роли в ипотечном кредитовании. Деньги – это бумажный долг, а золото – это его обеспечение. Это обеспечение можно потребовать простой покупкой золота.

ФРС предпочитает, чтобы инвесторы не устанавливали этой связи, но одним из инвесторов, которые это сделали, был Уоррен Баффет. В его случае он вышел не в золото, но в физические активы, и его история поучительна.

В ноябре 2009 г., вскоре после разгара активной рыночной распродажи финансовых документов, ставшей следствием паники 2008 г., Баффет объявил о приобретении 100 % акций железной дороги BNSF Railway<sup>[184]</sup>. Баффет описал это приобретение как «ставку на страну»<sup>[185]</sup>.

Возможно, железная дорога – это в наивысшей степени физический актив. Железные дороги состоят из корзины физических активов, таких как право проезда, смежное с ним право на разработку полезных ископаемых, железнодорожные пути, стрелки, семафоры, сортировочные горки и подвижной состав. Железные дороги получают деньги, перевозя другие физические активы, такие как пшеница, сталь, руда и скот. Железные дороги – это физические активы, которые перевозят физические активы.

Приобретя 100 % акций, Баффетт, по сути, превратил железную дорогу из публичного капитала в биржевом обороте в частный капитал. Это означает, что если бы фондовые биржи закрылись из-за финансовой паники, это бы никак не повлияло на активы Баффетта, потому что он не стремится к ликвидности. Когда остальные могут быть потрясены внезапной неликвидностью своих активов, Баффетт просто будет крепко сидеть в седле.

Приобретение Баффетта можно лучше всего сформулировать как вывод бумажных денег в физические активы, в то же время делающий эти активы невосприимчивыми к закрытию фондовой биржи. Может быть, это и «ставка на страну» – но это также принятие мер на случай инфляции и финансовой паники. Мелкий инвестор, который не может приобрести целую железную дорогу, может сделать ту же самую ставку, покупая золото. Известно, что Баффетт с пренебрежением относится к золоту, но он король инвестирования в физические активы, и когда дело доходит до мегабогачей, лучше обращать внимание на их действия, а не на их слова. Бумажные деньги – это договор, обеспеченный золотом, последнее же – физический актив *nonpareil*.

## Долг, дефицит и устойчивость

Федеральная резервная система – это не только связанный с государством дебитор в денежной системе США, он даже далеко не самый крупный. Казначейство США выпустило свыше 16 трлн долл. долга в форме банкнот, кредитных билетов и облигаций по сравнению с примерно 4 трлн долл. долга в форме денег, выпущенного ФРС.

В отличие от банкнот Федеральной резервной системы, билеты казначейства не считаются деньгами, хотя наиболее ликвидные инструменты часто называются в корпоративных балансах «эквивалентом денежных средств». Еще одно различие между банкнотами Федеральной резервной системы и билетами казначейства в том, что билеты казначейства имеют сроки погашения и процентную ставку. Банкноты ФРС могут быть выпущены в неопределенных количествах и оставаться в обращении на неопределенный срок, но казначейские билеты в большей степени подпадают под действие дисциплины рынка облигаций, где инвесторы ежедневно вкладывают в казначейские ценные бумаги более 500 млрд долл.

Рыночная дисциплина включает то и дело происходящую оценку инвесторами того, *устойчиво* ли бремя долга казначейства. Эта оценка задает вопрос, может ли казначейство выплатить имеющиеся задолженности в соответствии с соглашением. Если ответ «да», рынок с радостью принимает больше долга казначейства по разумной процентной ставке. Если ответ «нет», рынок будет сбрасывать долг казначейства, а процентные ставки подскочат до небес. В случаях исключительной неопределенности, в силу нехватки фондов или желания платить, государственный долг может стать почти не имеющим цены, как это случилось в США после Войны за независимость и происходило в разных странах много раз до и после.

Анализ государственного долга наиболее сложен, когда этот ответ не «да» или «нет», а «может быть». Именно в эти переломные моменты, называемые приверженцами теории сложности *фазовыми переходами*, рынок облигаций колеблется между доверием и паникой, а неуплата долга кажется реальной возможностью. Европейские рынки государственных облигаций приблизились к этой точке в конце 2011 г. и продолжали балансировать на краю, пока глава Европейского центрального банка Марио Драги не предложил в сентябре 2012 г. свою знаменитую декларацию «во что бы то ни стало». Он имел в виду, что Европейский



центробанк считает государственный долг своим денежным долгом в количествах, необходимых для обнадеживания государственных кредиторов. Это обнадеживание сработало, и рынки государственного долга Европы перестали находиться на краю.

В последние годы приобретение государственных ценных бумаг с помощью денег, напечатанных Федеральной резервной системой, является причиной высокого процентного содержания чистого нового долга, выпущенного казначейством. ФРС настаивает, что ее покупки – это политический инструмент облегчения положения в денежной сфере и они не имеют намерения монетизировать национальный долг. Казначейство в то же время настаивает, что оно самый платежеспособный должник в мире и не имеет затруднений с тем, чтобы удовлетворить потребности финансирования правительства США. Однако стороннего наблюдателя можно простить за веру в то, что ФРС монетизирует долг, покупая его напечатанными деньгами, что традиционно было шагом на дороге к краху экономической и политической системы от античного Рима до современной Аргентины. Великая мошенническая игра ФРС состоит в том, чтобы обменять свои банкноты без процентной ставки на билеты казначейства с процентной ставкой, а затем вернуть заработанные проценты обратно казначейству. Задача рынков облигаций и инвесторов в целом – решить, насколько выпуск казначейских билетов устойчив и в каком размере замещение билетами ФРС билетов казначейства приемлемо, перед тем как возникнет фазовый переход и начнется крах.

Динамика государственного долга и дефицита более сложна, чем предполагает обычная дискуссия. Слишком часто дебаты о долге и дефиците вырождаются в двоичные выборы. Долг – это хорошо или плохо для экономики? Слишком ли велик дефицит США или приемлем? Консерваторы-либертарианцы придерживаются той точки зрения, что дефицитное финансирование в действительности плохо, что бездефицитный бюджет желателен сам по себе и что США изрядно продвинулись к тому, чтобы превратиться в Грецию. Либералы в стиле Кругмана придерживаются точки зрения, что долг необходим для финансирования целесообразных программ и что Соединенные Штаты уже находились в такой ситуации раньше, если говорить о соотношении долга к ВВП. После Второй мировой войны соотношение долга к ВВП в США составляло 100 %, примерно как и сегодня. США постепенно сократили его в течение 1950-х и 1960-х гг., а либералы говорят, что Америка может сделать это снова, слегка повысив налоги.

В обеих позициях есть веские доводы, но к обеим также есть сильные

контрдоводы. Политическая проблема в том, что дебаты, происходящие в этих рамках, создают ложные бинарные противопоставления, которые влекут за собой не решение, а риторику. Долг по своей природе не положителен и не отрицателен. Его свойства определяет то, что заемщик делает с деньгами. Уровень долга не является автоматически слишком высоким или слишком низким; что имеет значение для кредиторов, так это его тенденция к устойчивости.

Долг может быть разрушительным, если используется для финансирования дефицита, а план выплаты долга, кроме как с помощью дополнительного долга, отсутствует. Долг может быть продуктивным, если он финансирует проекты, которые производят больше, чем на них затрачено, и со временем окупят сами себя. Соотношение долга и ВВП может быть относительно низким, но все же внушающим беспокойство, если оно повышается. Соотношение долга и ВВП может быть относительно высоким и не представлять основания для беспокойства, если оно понижается.

## **Дебаты о долге**

Ограничение дебатов о долге и дефиците этими терминами порождает дальнейшие вопросы. Каковы подходящие принципы определения того, используется ли долг в желаемых целях и в правильном ли направлении движутся тенденции соотношения долга и ВВП? К счастью, на оба вопроса можно ответить научным неидеологическим способом, не скатываясь в риторику консерваторов или либералов.

Долг, используемый для финансирования государственных расходов, приемлем при соблюдении двух условий. Первое состоит в том, что выгода от расходов превышает затраты. Второе заключается в том, что государственные расходы должны быть направлены на проекты, которые частный сектор не может исполнить самостоятельно. Эти условия должны рассматриваться независимо, и оба ответа должны быть удовлетворительными. Пусть даже государственные расходы могут показаться производящими чистую выгоду, они не могут быть оправданы, если частнопредпринимательская деятельность может сделать эту работу лучше. Когда государственные расходы приносят чистые убытки, они разрушают накопленное богатство в обществе и никогда не могут быть оправданы, кроме как во время экзистенциального кризиса наподобие войны.

Сложности возникают, когда затраты и выгоды нельзя определить однозначно и когда идеология в процессе принятия решений заменяет собой анализ. Эти проблемы иллюстрируют два случая – Интернет и «стимулирование» Обамы в 2009 г.

Поборники государственных затрат указывают, что государство финансировало раннее развитие Интернета. На самом деле государство спонсировало ARPANET, надежную систему обмена сообщениями между крупными компьютерами университетов, созданную для облегчения сотрудничества во времена холодной войны. Однако развитие ARPANET в сегодняшний Интернет осуществил частный сектор через создание Всемирной паутины, веб-браузера и многих других инноваций. Эта история показывает, что определенные государственные расходы могут быть в высшей степени эффективными, когда они дают толчок инновациям частного сектора. По нынешним стандартам ARPANET имел достаточно скромные цели, но он был успешным. Государство не заморозило ARPANET навсегда; вместо этого оно предоставило частным разработчикам доступ к протоколам и отошло в сторону. Интернет – это пример того, как государство оставило работу частному сектору.

Пример деструктивных правительственных расходов – это план «стимулирования» Обамы 2009 г. Ожидаемые выгоды были основаны на ошибочных предположениях о так называемых мультипликаторах Кейнса. В действительности «стимулирование» Обамы было направлено по большей части на пополнение государственных и местных фондов заработной платы для профсоюзных должностей в государственных органах и образовании, многие из которых избыточны, непродуктивны и разрушают благосостояние. Большая часть оставшегося отправилась на неэффективные, немасштабируемые технологии, такие как солнечные панели, ветровые турбины и электромобили. Эти расходы не только не произвели мифических мультипликаторов, они даже не дали номинального роста, адекватного номинальным затратам<sup>[186]</sup>. Стимулирование Обамы – это пример государственных расходов, которые не проходят тест на затраты и выгоды.

Пример правительственной инициативы, удовлетворяющей обоим условиям приемлемых затрат, – это сеть федеральных скоростных автомагистралей. В 1956 г. президент Эйзенхауэр продвинул, а конгресс санкционировал создание сети федеральных скоростных автомагистралей, которая стоила около 450 млрд долл. в пересчете на цены нашего времени. Однако выгоды этой системы значительно превышают 450 млрд долл. и продолжают нарастать доныне. Трудно спорить, что частный сектор мог бы

создать что-то подобное этой сети магистралей; в лучшем случае мы могли бы иметь мешанину платных дорог, при которой многие районы остались бы неохваченными. Только правительство могло бы завершить проект в масштабах страны. Таким образом, сеть федеральных скоростных автомагистралей проходит двухчастный тест на эффективные государственные расходы, который оправдывает долг.

Сегодня долгосрочные процентные ставки практически небывало низкие, и США с легкостью могли бы взять займы 150 млрд долл. на семь лет под 2,5 %. С этими деньгами правительство могло бы, например, построить новый трубопровод природного газа, расположенный рядом с сетью федеральных скоростных автомагистралей, и разместить на существующих мощностях станции перекачки. Этот федеральный трубопровод можно соединить с крупными магистральными трубопроводами природного газа в узловых пунктах, а затем правительство могло бы потребовать перехода в десятилетний срок всех автомобильных грузоперевозок между штатами с дизельного топлива на природный газ.

При наличии этого трубопровода и действующей сети заправочных станций частные компании наподобие Chevron, ExxonMobil и General Motors тогда переняли бы инновацию и вторжение грузоперевозок на природном газе – передача мяча от общественного к частному, как произошло с ARPANET. Переход на грузовики на природном газе облегчил бы развитие автомобилей на природном газе. Спрос на природный газ затем резко увеличил бы разведку месторождений и добычу, наряду с соответствующими технологиями, в которых США преуспевают.

Как и в случае с сетью федеральных скоростных автомагистралей, результаты федеральной системы трубопроводов природного газа будут революционными. Резкое развитие экономики возникнет незамедлительно – не от мифических мультипликаторов, а от понятных производительных затрат. В ходе фактического строительства трубопровода будут созданы сотни тысяч рабочих мест, и еще больше рабочих мест образуется в результате перехода транспорта с бензина на природный газ. Зависимость от иностранной нефти закончится, а торговый дефицит исчезнет, стимулируя рост. Экологические преимущества очевидны, поскольку природный газ сгорает чище, чем дизельное топливо или бензин.

Случится ли это? Сомнительно. Республиканцы больше концентрируются на сокращении долга, чем на росте, а демократы – идеологические противники любого вида углеродного топлива, включая природный газ. Политические звезды, кажется, единодушно настроены против этого нестандартного решения. Однако оно остается примером, в

котором долг правительства на финансирование расходов может быть приемлемым, если он пройдет двухчастный тест на положительный эффект и отсутствие замены деятельности частного сектора.

## **Устойчивый долг**

Необходимо задать еще один существенный вопрос: устойчив ли уровень долга? Он, в свою очередь, приводит к другим вопросам: как политики знают, что они продвигают тенденцию соотношения долга и ВВП в желаемом направлении? Какую роль играет ФРС в превращении дефицита в устойчивый, а долга – в приемлемый?

Отношение денежной политики Федеральной резервной системы к национальному долгу и дефициту чревато смертельными рисками для договора о долге как деньгах. На примитивном уровне ФРС действительно может монетизировать любую сумму долга, выпущенного казначейством, вплоть до точки краха доверия к доллару. Политическая проблема – одно из правил или ограничений, налагаемых на способность ФРС печатать деньги. Каковы рекомендации по дискреционной денежно-кредитной политике?

Исторически золотой стандарт был одним из путей ограничить свободу действий и обнаружить, когда денежная политика уклонилась от заданного курса. В рамках классического золотого стандарта исходящие потоки золота к торговым партнерам показывали, что денежная политика слишком нестесненная и требуется ужесточение. Ужесточение может иметь следствием спад, снижение затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции, улучшить экспортную конкурентоспособность, и тогда снова начнется входящий поток физического золота. Этот процесс в той же мере саморегулируемый, что и автоматический термостат. У классического золотого стандарта были свои проблемы, но он был лучше, чем любая последующая система.

В более недавние десятилетия практическим руководством для денежной политики ФРС было правило Тейлора, названное в честь его создателя, экономиста Джона Б. Тейлора. Правило Тейлора основано на рекурсивных функциях, так что информация о недавних событиях по каналу обратной связи выливается в новое политическое решение для производства того, что сетевые ученые называют результатом, зависящим от пути. Правило Тейлора было одним из инструментов крупномасштабного уничтожения прочного долларowego стандарта, созданного Полом Волкером и Рональдом Рейганом в начале 1980-х.

Политика прочного доллара продвигалась в конце 1980-х и в 1990-х в администрациях республиканцев и демократов столь разными министрами финансов, как Джеймс Бейкер и Роберт Рубин. Если доллар был и не совсем на вес золота, как минимум он сохранял свою покупательную способность, как демонстрировали ценовые индексы, и служил якорем для других стран, искавших денежную точку отсчета.

Сегодня все точки отсчета в прошлом. Нет ни золотого стандарта, ни долларового стандарта, ни правила Тейлора. Все, что осталось, – это то, что финансовый аналитик и журналист Джеймс Грант называет «стандартом кандидатов наук», проведение политики неокейнсианских и неомонетаристских ученых со степенями кандидатов наук, присвоенными малым количеством элитных вузов.

Правила, используемые влиятельными учеными для определения устойчивого долга, обсуждают элитарные экономисты, они проявляются в речах, статьях и публичных заявлениях разного рода. В условиях дефицитного финансирования один из самых важных инструментов – это стандарты устойчивости исходного дефицита (PDS). Это аналитическая система, которая может быть выражена как уравнение или тождество и которая измеряет, устойчив ли национальный долг и дефицит или, напротив, когда тенденция в дефиците может стать причиной потери доверия и быстро увеличивающейся стоимости кредита. PDS – это способ сказать, превращается ли Америка в Грецию.

Эта система используется не одно десятилетие, но приняла определенную форму в современных условиях благодаря экономисту Джону Мейкину, одному из самых дальновидных экономистов в вопросах денежной политики. В недавней статье Мейкин борется с соответствием долга и дефицита США и ВВП, используя систему PDS как ориентир<sup>[187]</sup>.

Ключевые факторы PDS – это стоимость кредита (B), реальный объем производства (R), инфляция (I), налоги (T) и расходы (S); вместе – BRITS.

Сумма реального объема производства и инфляции ( $R + I$ ) – это общая стоимость товаров и услуг, производимых экономикой США, также называемая номинальным валовым внутренним продуктом. Разность налогов и затрат ( $T - S$ ) называется *исходным дефицитом*. Исходный дефицит – это превышение того, что страна тратит, над тем, что она собирает в виде налогов. При подсчете исходного дефицита в затраты *не входит* процентная ставка по национальному долгу. Это не потому, что затраты на выплату процента не имеют значения, – их значение велико. На самом деле вся цель системы PDS – это обнаружить степень, до которой США могут себе позволить проценты и в конечном итоге долг. Проценты

исключаются из вычисления исходного дефицита, чтобы увидеть, сочетаются ли остальные факторы таким образом, что проценты приемлемы. Проценты по долгу *принимаются* в расчет в формуле как  $B$ , или стоимость кредита.

Проще говоря, дефицит США устойчив, если разность реального производства и затрат на выплату процента *больше*, чем исходный дефицит. Это значит, что экономика США платит проценты и производит немного «сверх» для погашения долга. Но если разность реального производства и затрат на выплату процентов *меньше*, чем исходный дефицит, тогда со временем дефицит подавит экономику, и США навлечет на себя кризис долга и даже финансовый крах.

До известной степени имеет значение как раз не *уровень* долга и дефицита, а *тенденция* как доля в процентах от ВВП. Если уровень снижается, ситуация поддается контролю, а рынки долга отведут время на то, чтобы остаться на этом пути. Устойчивость не означает, что дефицит должен исчезнуть, в действительности дефицит может расти. Имеет значение то, что общий долг как доля в процентах от ВВП становится *меньше*, поскольку номинальный ВВП растет *быстрее*, чем дефицит плюс проценты.

Подумайте о номинальном ВВП как о чьем-то личном доходе, а об исходном дефиците как о том, что начисляется на кредитную карту. Стоимость кредита – это проценты на кредитной карте. Если личный доход увеличивается достаточно быстро, чтобы платить проценты по кредитной карте, и еще остаются деньги на то, чтобы погашать баланс, ситуация под контролем. Однако если доход не повышается, а после уплаты *старых* процентов нагромождается *новый* долг, то банкротство – лишь вопрос времени.

Система PDS – это формальное экономическое выражение примера с кредитной картой. Если национальный доход может оплачивать проценты по долгу, и при этом остается достаточно для сокращения общего долга как доли в процентах от ВВП, тогда ситуация должна сохранять устойчивость. Это не значит, что дефицит благотворен, – только то, что он приемлем. Но если национального дохода после уплаты процентов для сокращения долга как процентной доли от ВВП не остается и это положение сохраняется, тогда США в конечном итоге обанкротится.

Будучи выражена в виде уравнения, устойчивость выглядит так:

Если  $(R + I) - B > |T - S|$ ,  
то дефицит США устойчив. Напротив,

если  $(R + I) - B < |T - S|$ ,  
то дефицит США неустойчив.

Система PDS/BRITS и пример с кредитной картой воплощают недавние драматизм, позирование и риторику крупных экономических дебатов в США. Когда демократы и республиканцы сражались за налоги, расходы, дефицит, лимит государственного долга и расплывчатую крупную сделку, эти политики на самом деле спорили об относительной величине BRITS.

PDS сама по себе не объясняет, какие действия предпринимать или какой должна быть идеальная политика. Что она действительно делает, так это позволяет понять последствия конкретных решений. PDS – это инструмент для проведения мысленных экспериментов в различных политических комбинациях, и она работает как мост, соединяющий налоговые и кредитно-денежные решения. BRITS – это розеттский камень для понимания того, как все эти политические решения взаимодействуют.

Например, один из путей улучшения устойчивости долга – это повышение налогов. Когда налоги выше, исходный дефицит меньше, так что данный размер ВВП приведет США ближе к состоянию устойчивости. Возможен и другой вариант: если налоги остаются неизменными, а расходы сокращаются, исходный дефицит также уменьшается, и делается шаг по направлению к устойчивости. Сочетание урезания расходов и повышения налогов дает те же благотворные результаты. Еще один способ приблизиться к устойчивости – это увеличить рост реального сектора экономики. Увеличение реального экономического роста означает, что после затрат на выплату процентов для сокращения долга как процента от ВВП доступно больше средств.

У Федеральной резервной системы также есть способы повлиять на факторы PDS. ФРС может использовать меры финансового давления, чтобы держать в узде стоимость кредита. Более низкая стоимость кредита имеет то же воздействие, что и увеличение роста реального сектора экономики на увеличение суммы ВВП, остающейся после затрат на уплату процентов. Что важно, ФРС может вызвать инфляцию, которая увеличит *номинальный* рост даже в отсутствие роста *реального*. Разность номинального роста и стоимости кредита – это левая сторона уравнения PDS. Инфляция увеличивает средства, остающиеся после уплаты процентов, что также помогает сократить долг как процентную долю ВВП.

Каждое из этих потенциальных политических решений в системе PDS включает изменение одной из составляющих формулы BRITS и принимает,



что остальные составляющие остаются неизменными, но реальный мир более сложен. Изменения в одной из составляющих формулы BRITS могут вызвать изменения в другой составляющей, которые могут затем усилить или ослабить желаемый эффект первоначального решения. Демократы и республиканцы не только не согласны в таких вещах, как повышение налогов и сокращение расходов, они также несогласны во влиянии их политических решений на другие составляющие BRITS. Демократы полагают, что налоги можно увеличить без ущерба для роста экономики, тогда как республиканцы считают, что инфляция приведет к увеличению стоимости кредита, что ухудшит ситуацию.

Результат этого несогласия – политический тупик и дисфункциональность. Политический тупик проявился в долгой череде дебатов и скороспелых решений, начавшейся с краха лимита государственного долга в августе 2011 г. и продолжившейся в ходе драмы фискального обрыва в январе 2013 г. и конфликтов по поводу секвестирования расходов и лимита государственного долга в конце 2013 г.

PDS можно использовать для количественного измерения тенденций, но она не может предсказать точный уровень, на котором тенденция становится неустойчивой; это работа рынков облигаций. Движущие силы рынка облигаций – это инвесторы, которые каждый день рискуют деньгами, ставя на будущие линии процентных ставок, инфляции и дефицита. Эти рынки могут долгое время сохранять устойчивость к политическому тупику и давать политикам привилегию сомневаться. Но в конце концов рынки облигаций могут вынести суровое решение. Если США находится на неустойчивой траектории, как показывает PDS, и эта нисходящая траектория усиливается без конца и края, тогда рынки могут внезапно и неожиданно вызвать скачок процентной ставки. Скачок процентной ставки делает PDS менее устойчивой, что опять же делает процентную ставку выше. Между прогрессирующе ухудшающимися результатами PDS и прогрессирующе растущими процентами цикл обратной связи. В конечном счете система может скатиться к абсолютному дефолту или гиперинфляции.

## **Политика ФРС и денежный договор**

Сегодня Федеральная резервная система сталкивается с пугающим сочетанием неумолимой математики, беспокойных рынков и дисфункциональных политиков. Экономика США подобна больному

пациенту, а политики – обеспокоенные родственники у постели больного, решающие, что делать дальше. Система PDS – это термометр, который показывает, ухудшается ли состояние пациента, а рынки облигаций – это гробовщик, ждущий, чтобы отвезти пациента на кладбище. И вот в этой мелодраматической *mise-en-scene*<sup>[188]</sup> входит доктор ФРС. У доктора может не быть лекарства, чтобы вылечить больного, но только что напечатанные деньги – это морфин для экономики. Они могут облегчить боль, до тех пор пока не убьют пациента.

Как владелец договора о долге в виде денег с американским народом и кредиторами по всему миру ФРС не должна оскорбить доверие, оказанное ей держателями банкнот ФРС. С точки зрения международной денежной системы, единственный сценарий, который хуже, чем крах доверия к облигациям казначейства, – это крах доверия к самому доллару. Долг, дефицит и доллар – вот три нити узла, который скрепляет мировую финансовую систему. Выпуская неограниченное число долларов, чтобы субсидировать долг казначейства, ФРС рискует развязать этот узел и закончить игру в доверие к доллару. Различие между успехом и провалом для ФРС – это тонкая грань.

Строго говоря, государственные финансы можно представить как две больших окружности на классической диаграмме Венна. Одна окружность – это мир кредитно-денежной политики, контролируемой Федеральной резервной системой. Другая окружность – это налогово-бюджетная политика, состоящая из налогов и расходов, контролируемая конгрессом и Белым домом. Как в диаграмме Венна, эти две окружности имеют область пересечения. Эта область – инфляция. Если ФРС может создать достаточную инфляцию, реальная стоимость долга улетучится, и расходы могут продолжать осуществляться без повышения налогов. Фокус в том, чтобы увеличить инфляцию, не увеличивая стоимость кредита, поскольку повышение стоимости кредита увеличивает долг. Система PDS показывает, как это можно сделать.

Чтобы это понять, полезно рассмотреть условия, показанные PDS, с использованием исходных данных для построения модели. Идеальная ситуация для ФРС состоит из 4 % роста реального сектора экономики, 1 % инфляции, 2 % стоимости кредита, измеренной в процентах от ВВП, и 2 % исходного дефицита, также измеренного в процентах от ВВП. Подставляя эти цифры в систему PDS, получаем:

$$(4 + 1) - 2 > 2, \text{ или} \\ 3 > 2.$$

Другими словами, рост реального сектора плюс инфляция минус затраты на уплату процентов больше, чем исходный дефицит, что означает, что долг как процентная доля от ВВП *снижается*. Это условия устойчивости долга при высоком росте реального сектора и низкой инфляции.

К несчастью, именно этому ФРС сегодня противостоит на рынках. Стоимость кредита низка, 1,5 % от ВВП, а инфляция около 2 %, оба эти обстоятельства помогают уравниванию по сравнению с первым примером, но все остальные данные хуже для устойчивости. Рост реального сектора ближе к 2 %, а исходный дефицит около 4 %. Подставляя эти реальные цифры в систему PDS, получаем:

$$(2 + 2) - 1,5 < 4, \text{ или} \\ 2,5 < 4.$$

В этом примере рост реального сектора плюс инфляция минус затраты на уплату процентов *меньше*, чем исходный дефицит, что означает, что долг как процентная доля от ВВП *увеличивается*. Это неустойчивое состояние. Повторюсь, в этой модели имеет значение не *уровень*, а именно *тенденция*, как показывает динамика составляющих BRITS и их взаимодействия. Вопреки часто цитируемому тезису Рейнхарт – Рогоффа кризис запускает не абсолютный уровень соотношения долга и ВВП, а тенденция к неустойчивости<sup>[189]</sup>.

Одно из достоинств PDS в том, что эти вычисления просты. Начало выражения  $2,5 < 4$  означает, что для достижения устойчивости нужно, чтобы либо возросло значение 2,5, либо уменьшилось 4, либо осуществились сразу оба варианта. Рост реального сектора в США сейчас застрял в районе 2 %, частично в силу политической неопределенности. Исходный дефицит может уменьшиться до 2 % из-за увеличения налогов в 2013 г. и секвестирования бюджета, но в других случаях тупиковой ситуации в налогах и расходах, похоже, суждено продолжиться. Вычисления просты, но непреклонны. Если рост реального сектора 2 %, а исходный дефицит 2 %, тогда *единственный* путь к устойчивости для ФРС – это *увеличить инфляцию больше стоимости кредита*. Например, ФРС смогла ограничить стоимость кредита 2 % и поднять инфляцию до 3 %. С этими вводными в системе PDS получим:

$$(2 + 3) - 2 > 2, \text{ или} \\ 3 > 2.$$

Этот результат удовлетворяет условию устойчивости, и рынки облигаций должны не паниковать, а выказывать терпение и давать США больше времени для увеличения роста реального сектора, сокращения исходного дефицита или обеих мер.

С помощью PDS и BRITS становится возможным распутать проволоки, политическую дисфункцию и телевизионные состязания, кто кого перекричит. Политическое решение неизбежно. В отсутствие более высокого роста реального сектора *либо политики должны сократить дефицит, либо ФРС должна создать инфляцию*. Другого способа избежать кризиса долга нет.

До нынешнего времени успехи руководства страны в сокращении дефицита скромны и недостаточны, а увеличение роста реального сектора продолжает обманывать ожидания. Таким образом, бремя избежания кризиса долга падает на ФРС в виде более высокой инфляции посредством кредитно-денежной политики. Инфляция – это показательное решение в системе PDS, несмотря на несправедливость, которую она возлагает на мелких вкладчиков.

У вкладчиков вариантов мало, а у покупателей облигаций много. Вопрос в том, будут ли покупатели облигаций сносить вымывание капитала, которое исходит из инфляции. Это условие, в котором инфляция выше, чем номинальная процентная ставка, образует *отрицательную реальную ставку*. Например, номинальная процентная ставка 2 % при инфляции 3 % образует реальную процентную ставку *минус 1 %*. На нормальных рынках покупатели облигаций потребовали бы более высоких процентных ставок, чтобы возместить инфляцию, но это не нормальные рынки. Может быть, рынок облигаций и хочет более высоких номинальных ставок, но ФРС не позволит этого. ФРС принудительно вводит отрицательные реальные ставки с помощью мер финансового давления.

Теория мер финансового давления была проницательно объяснена Кармен Рейнхарт и М. Белен Сбранцией в работе 2011 г. «Ликвидация государственного долга» (The Liquidation of Government Debt)<sup>[190]</sup>. Ключ к мерам финансового давления – это использование закона и политики для того, чтобы воспрепятствовать увеличению процентных ставок свыше уровня инфляции. Эта стратегия может реализоваться множеством различных способов. В 1950-х и 1960-х это делалось через банковское регулирование, которое сделало незаконным для банков платить больше, чем установленная сумма, по сберегательным вкладам. Тем временем ФРС организовала слабую форму инфляции, незначительно выше, чем банковская ставка по депозитам, которая размывала эти сбережения. Это

осуществлялось с такой ловкостью, что вкладчики едва ли заметили. Кроме того, у вкладчиков было мало вариантов, поскольку в то время еще не было депозитных счетов денежного рынка и 401(k). Крах фондового рынка в 1929 г. все еще был жив в памяти многих, а акции многие инвесторы считали слишком рискованными. Деньги в банке были основной формой сохранения благосостояния. Пока ФРС не крала деньги слишком быстро или слишком открыто, система сохраняла устойчивость.

Эти условия скромной отрицательной процентной ставки на длительный период времени также творили чудеса с соотношением долга и ВВП. Во время этого золотого века мер финансового давления национальный долг снизился с более чем 100 % ВВП в 1945 г. до менее чем 30 % к началу 1970-х.

К концу 1960-х игра мер финансового давления была закончена, а инфляция стала слишком распространенной, чтобы ее игнорировать. Кража благосостояния традиционных вкладчиков стала болезненной.

Merrill Lynch в 1970-х ответил созданием более высокодоходных инвестиционных фондов денежного рынка, а вскоре за ним последовали остальные. Объединения паевых инвестиционных фондов, такие как Fidelity, сделали владение акциями простым. Инвесторы освободились от мер финансового давления, оставили банки за спиной и взяли курс на новый рубеж рискованных активов.

Проблема, стоящая перед ФРС сегодня, – как использовать меры финансового давления для ограничения процентной ставки без преимущества регулируемой банковской ставки по депозитам в стиле 1950-х и подконтрольных вкладчиков. Цель ФРС та же, что и в 1950-х, – повышение инфляции и сдерживание процентной ставки, но тактика видоизменилась. Инфляция проистекает из печати денег, а сдерживание процентной ставки – из приобретения облигаций. К удобству ФРС печать денег и приобретение облигаций – это две стороны одной монеты, потому что ФРС приобретает облигации на только что напечатанные деньги.

Название такого вида операций – политика количественного смягчения. Первая из нескольких программ этой политики вступила в действие в 2008 г., и к концу 2012 г. было напечатано больше 2 трлн долл. новых денег. К началу 2014 г. их печать происходила со скоростью свыше 1 трлн долл. новых денег в год.

Деньги, которые лежат в банках в качестве избыточных резервов, не производят инфляцию. Ценовая инфляция увеличивается, только когда потребители или компании берут займы и тратят напечатанные деньги. С точки зрения ФРС манипуляция поведением потребителя, призванная

поощрять его брать в долг и тратить, – это жизненно важная составляющая политики. ФРС решила манипулировать потребителями с помощью и кнута, и пряника. Кнут – это инфляционный шок, направленный на то, чтобы вынудить потребителей тратить под страхом грядущего повышения цен. Пряник – это отрицательная реальная процентная ставка, созданная, чтобы поощрить взятие денег в займы на приобретение рискованных активов, таких как акции и недвижимость. ФРС обеспечит отрицательную реальную процентную ставку, используя собственную покупательную способность относительно облигаций и при необходимости покупательную способность коммерческих банков, чтобы сдержать номинальную процентную ставку.

Чтобы сделать кнут и пряник эффективными, нужна как минимум 3 %-ная инфляция. На этом уровне реальная процентная ставка будет отрицательной, а потребители будут достаточно встревожены, чтобы начинать тратить. Эти мощные побудительные мотивы выдачи кредитов и трат созданы, чтобы увеличить номинальный ВВП до уровня, более близкого к прослеживаемым тенденциям. Со временем ФРС надеется, что этот рост станет самоподдерживающимся, так что затем она сможет отменить политику и позволить номинальному ВВП превратиться в реальный ВВП посредством ускорения роста реального сектора экономики. ФРС использует политику нулевых процентных ставок и количественного смягчения для достижения своих целей повышения инфляции и отрицательной реальной процентной ставки.

Банки могут получить значительную выгоду, выдавая краткосрочные займы с нулевой процентной ставкой, предлагаемой ФРС и ссужая деньгами на более длительный срок по более высокой ставке. Но этот тип займов может вызвать убытки, если ставки по краткосрочным займам будут быстро расти, в то время как банки останутся у разбитого корыта с долгосрочными активами, такими как ипотечные кредиты и корпоративные долговые обязательства. Решение ФРС для этой проблемы – это *политика заявлений о намерениях*. В действительности ФРС говорит банкам не беспокоиться в обозримом будущем о повышении ставок по краткосрочным займам.

Начиная с марта 2009 г. ФРС выпустила объявление, что ставки по краткосрочным займам останутся на нулевой отметке на «продолжительный срок». В августе 2011 г. фраза про продолжительный срок была опущена и была объявлена конкретная дата «середина 2013 г.» как самый ранний срок, когда ставки будут повышаться. К январю 2012 г. эта дата была отодвинута на «конец 2014 г.». Наконец, в сентябре 2012 г.

ФРС объявила, что самый ранний срок повышения ставок – «середина 2015 г.».

Даже этого заверения было недостаточно для всех банков и инвесторов. Было беспокойство, что ФРС может приблизить дату повышения процентной ставки с той же легкостью, как и отодвигает ее. Условия, при которых ФРС может передумать, были неясны, так что влияние политики заявлений о намерениях было заблокировано. Внутри ФРС кипели споры, не следует ли преобразовать политику заявлений о намерениях из ряда постоянно изменяющихся дат в систему устойчивых числовых целей, которые легче регистрируются.

Эти споры были детально зафиксированы в историческом и аналитическом аспекте в работе, написанной Майклом Вудфордом из Колумбийского университета, и представлены на симпозиуме ФРС в Джексон-Хоул в августе 2012 г.<sup>[191]</sup> Несмотря на то что аргументы Вудфорда были детальными, они сводились к одному слову – обязательство. Точка зрения Вудфорда в том, что политика заявлений о намерениях будет куда более эффективна в изменении поведения сегодня, если эти заявления ясны и построены таким образом, что центральный банк не сможет от них отказаться в будущем. Вудфорд пишет:

«...Причина, по которой может быть необходима политика заявлений о намерениях... заключена в том, чтобы обеспечить обязательство со стороны центрального банка... На практике наиболее логичным способом сделать такое обязательство достижимым и заслуживающим доверия – это публично сформулировать его таким образом, чтобы оно было достаточно недвусмысленно, и для политиков было затруднительно просто игнорировать существование этого обязательства при принятии решений в будущем»<sup>[192]</sup>.

Влияние *tour de force*<sup>[193]</sup> Вудфорда на идеи ФРС было немедленным. 12 декабря 2012 г., всего через три месяца после симпозиума в Джексон-Хоул, ФРС забраковала свою практику использования намеченных сроков для политики заявлений о намерениях и заменила их точными числовыми целями. На внутреннем сленге ФРС новые цели описывались следующим образом:

«В частности, комитет решил сохранить допустимый диапазон для ставок по федеральным фондам от 0 до 0,5 % и на текущий момент предполагает, что эта исключительно низкая ставка по федеральным фондам останется соответствующей как минимум до того момента, пока уровень безработицы не будет

оставаться на отметке 6,5 %, инфляция от одного года до двух лет вперед не будет прогнозироваться выше половины процента сверх долгосрочной цели комитета в 2 %, а долговременные инфляционные ожидания не останутся надежно зафиксированными». [\[194\]](#)

Теперь ФРС публично привязана к системе численных целей и придерживается нулевых процентных ставок до того, как эти цели не будут достигнуты и, возможно, еще дольше.

Выделяются три аспекта этого обязательства ФРС. Первое – это то, что численные цели 6,5 % безработицы и 2,5 % инфляции – это пороговые значения, а не пусковой сигнал. ФРС не сказала, что повысит ставки, *когда* эти значения будут достигнуты; она сказала, что не повысит процентных ставок, *до того как* эти значения будут достигнуты. Это оставляет достаточно места для продолжения политики дешевых денег, даже если безработица упадет до 6 %, а инфляция поднимется до 3 %. Второе – это то, что ФРС сказала, что до того как она повысит ставки, должны быть достигнуты *обе* цели, а не просто одна или другая. Это значит, что если безработица составит 7 %, ФРС продолжит свою политику дешевых денег, даже если инфляцию будет 3 % или выше. Наконец, инфляционная цель ФРС основывается на *прогнозируемой* инфляции, а не на *действительной*. Это значит, что если действительная инфляция составит 4 %, ФРС может продолжить политику дешевых денег, до тех пор пока ее субъективные инфляционные прогнозы не составят 2,5 % или меньше.

Эта новая политика – блестящий фокус ФРС. На первый взгляд она на словах поддерживает рекомендации Вудфорда насчет обязательства по недвусмысленным целям. Однако в действительности эти цели нечеткие и беспредметные. Никто не знает, ударит ли ФРС по тормозам на 3 % инфляции, если безработица все еще будет 7 %. Никто не знает, сколько времени пройдет от момента окончания печати денег до увеличения процентной ставки. Однако новая политика ФРС согласуется с ее тайной целью 3 %-ной инфляции, скрытой за подходом кнута и пряника. ФРС может подтвердить более высокую инфляцию, если цель в вопросе безработицы не достигнута. ФРС может подтвердить более высокую инфляцию, если прогнозируемая инфляция ниже. ФРС может подтвердить более высокую инфляцию во всех случаях, поскольку численные цели – это пороговые значения, а не пусковой сигнал. Эта новая политика не накладывает никаких ограничений на рост инфляции.

Система PDS и BRITS и новая политика ФРС – все сходятся к



перспективе инфляции, которая прячется за научными теориями и публичными заявлениями. Низкая стоимость кредита и более высокая инфляция – это единственные способы, которыми ФРС может улучшить устойчивость дефицита. Меры финансового давления снижают стоимость кредита, а политика количественного смягчения может создать более высокую инфляцию, если рынки поверят в то, что она продолжится. Политика ФРС декабря 2012 г. – это сумбурная версия рекомендаций Вудфорда. ФРС притворяется, что у нее есть численные цели, в то же время сохраняя нужный себе уровень свободы для достижения любой инфляционной цели, которую сочтет необходимой, но это требует определенной ловкости рук.

Форма кражи ФРС у вкладчиков имеет название: экономисты зовут ее *денежной иллюзией*. Идея состоит в том, что сама по себе печать денег не может создать рост реального сектора экономики, но может создать иллюзию роста с помощью увеличения номинальных цен и номинального ВВП. В конечном счете иллюзия будет разрушена, как это было в конце 1970-х. Однако она может сохраниться на десятилетие или больше, пока инфляция не увеличится с запаздыванием и не украдет имеющиеся прибыли.

В то время как цели ФРС в вопросах более высокой инфляции и повышения номинального ВВП ясны, есть хорошая причина полагать, что ФРС не сможет достичь этих целей и даже может навлечь на Соединенные Штаты катастрофические последствия своими попытками. Сами работники ФРС высказывают опасения, сработает ли политика заявлений о намерениях вообще в те прогнозируемые периоды времени, которые использует ФРС<sup>[195]</sup>. Влиятельный экономист Чарльз Гудхарт сказал, что постановка цели в виде номинального ВВП – это «...плохо замаскированный способ нацеленности на более высокую инфляцию» и что «никто еще не придумал способа добиться таким образом реального успеха...»<sup>[196]</sup>

Возможно, наиболее аргументированная критика промахов нацеливания на номинальный ВВП и встроенную в него инфляцию исходит от руководства самой ФРС. В феврале 2013 г. член совета управляющих ФРС Джереми Стайн высказал в высшей степени обстоятельную критику политики дешевых денег ФРС и косвенно указал на ее крупнейший просчет<sup>[197]</sup>. Стайн заметил, что возросший оборот – это не единственный канал, который может найти выпуск денег, и что другие каналы включают пузыри активов и разработку новых финансовых инструментов и методов.

Тезисы Стайна состояли в том, что условия низкой процентной ставки порождают поиск более высоких прибылей, который может принимать многочисленные формы. Наиболее очевидная – это повышение цены покупателя на рискованные активы, такие как акции и недвижимость. Это можно наблюдать непосредственно. Менее очевидны несовпадения сроков погашения активов и обязательств, когда финансовые организации берут займы на короткий срок, а дают на долгий на основе внешнего финансирования, чтобы получить разницу. Еще более непрозрачны обеспечения по свопу, когда финансовая организация, такая как Citibank, отдает в залог второй стороне бросовые облигации в обмен на казначейские ценные бумаги на одну ночь, а затем использует эти казначейские ценные бумаги как обеспечение по более высокодоходному внебалансовому деривативу. Такие транзакции готовят почву для массового изъятия вкладов из Citibank или других банков, если лица, предоставляющие краткосрочные активы, захотят получить свои ценные бумаги обратно, а Citibank должен будет распродать другие активы по бросовым ценам, чтобы расплатиться. Невидимая паутина партнерских рисков увеличивает системный риск – и приближает систему к воспроизведению паники 2008 г. в более крупном масштабе.

Сценарии, кратко описанные Стайном, быстро уничтожат попытки ФРС, если такие события произойдут. Рыночная паника, связанная с чрезмерным уровнем использования заемных средств и принятием рискованных решений, случаящаяся так вскоре после паники 2008 г., разрушит попытки ФРС привлечь потребителей обратно к игре в займы и траты начала 2000-х.

Работа Стайна была призвана сказать, что ФРС должна закончить политику количественного смягчения чем скорее, тем лучше, чтобы избежать наращивания скрытых рисков в финансовых организациях. Однако есть и другая интерпретация. Сам Стайн предупреждает, что если банки не поймут намека и не сократят разработку новых рискованных финансовых инструментов и методов, ФРС может вынудить их сделать это путем усиления регулирования. У Федеральной резервной системы есть право распоряжаться жизнью и смертью банков в таких сферах, как резерв на возможные потери, принципы распределения прибыли, стресс-тесты, поглощения, достаточность капитала и другие. Для управляющих банками опрометчиво игнорировать ФРС в сферах, которые подчеркивает Стайн. Работа Стайна предлагает частичный возврат к более старому виду мер финансового давления через регулирование.

Манипуляции ФРС поставили ее в положение канатоходца без

страховочной сетки, который должен проявить всю свою энергию в сосредоточенной попытке, просто чтобы продолжать двигаться вперед, несмотря на то что малейший промах или неожиданный порыв ветра может стать причиной катастрофического окончания предприятия. ФРС должна стимулировать инфляцию (и в то же время не признавать этого) и взвинчивать цены на активы (не становясь причиной того, что пузыри лопаются). ФРС должна излучать уверенность в себе, в то время как не имеет никаких представлений, сработают ли ее меры или когда они могут закончиться.

Короче говоря, ФРС оказалась перед сложным выбором между ролями владельца договора долга в виде денег и единственного спасителя государственного долга. ФРС вряд ли преуспеет только в одной из ролей; она должна преуспеть – или провалиться – в обеих.

## Глава 8. Всемирный центробанк

*...оптимальная валютная зона – это мир...* [\[198\]](#)

*Роберт А. Манделл, лауреат Нобелевской премии по экономике*

*Я не читал предложение председателя правительства... Но как я понимаю... это предложение, нацеленное на увеличение использования специальных прав заимствования МВФ... э... и... э... на самом деле мы вполне открыты для этого...* [\[199\]](#)

*Министр финансов США Тимоти Гайтнер в ответ на вопрос журналиста о предложении правительства Китая. 25 марта 2009 г.*

*...МВФ улучшил, перепрофилировал и пополнил запас своего инструментария.*

*Кристин Лагард, директор-распорядитель МВФ. 19 сентября 2013 г.*

## Единый мир

Встретиться с Мин Чжу – это значит увидеть будущее мирового финансового дела. Доктор Мин Чжу выделяется из толпы, его рост в 6 футов и 4 дюйма напоминает финансистам о наиболее влиятельных банкирах конца XX века Поле Волкере и Уолтере Ристоне, которые доминировали в помещении не только с помощью интеллекта, но в силу физического присутствия. Мин Чжу принадлежит не к XX веку, а к XXI, и сложно назвать кого-то еще, кто лучше воплощает в себе конфликтующие силы – Восток против Запада, золото против бумаги, государство против рынков, – циркулирующие в сегодняшнем мире [\[200\]](#).

Мин Чжу – заместитель директора-распорядителя Международного валютного фонда, он занимает один из наиболее высоких постов в МВФ и отчитывается непосредственно Кристин Лагард. МВФ – это одна из

ключевых организаций, основанных на Бреттон-Вудской конференции 1944 г., которая создала основу международной валютной системы по горячим следам Великой депрессии, когда Вторая мировая война близилась к концу. С момента основания МВФ – это великая загадка мирового финансового дела.

МВФ вполне открыт касательно своих операций и целей. В то же время его плохо понимают даже эксперты, частично из-за уникальной роли, которую он играет, и в высшей степени технического жаргона, используемого в деятельности. Специализированные университетские программы стажировки в таких вузах, как Школа перспективных международных исследований в Вашингтоне, – это типичный входной билет на должность в МВФ. Это сочетание открытости и тумана обезоруживает; МВФ прозрачно непрозрачен.

Миссия МВФ неоднократно трансформировалась за десятилетия со времен Бреттон-Вудса. В 1950-х и 1960-х он отвечал за фиксированный обменный курс, золотой стандарт и промежуточные займы странам, испытывающим трудности с платежным балансом. В 1970-х это была площадка для перехода от золотого стандарта к плавающему валютному курсу, участвующая в широкомасштабной продаже золота по настоянию США, чтобы помочь заморозить цену. В 1980-х и 1990-х МВФ был подобен доктору, который ходит по домам, выдавая недоброкачественные лекарства в форме некомпетентных советов развивающимся странам. Эта роль резко прекратилась после кровопролития на улицах Джакарты и Сеула и множества убитых в результате неправильного поведения МВФ в мировом финансовом кризисе 1997-1998 гг. Начало 2000-х было периодом дрейфа, во время которого сфера полномочий МВФ была неясна, и эксперты предполагали, что эта организация изжила себя. МВФ возродился в 2008 г., как *de facto* секретариат и рычаг управления G20, координирующий политическую реакцию на финансовую панику того года. В наши дни МВФ извлекает выгоду из вновь обретенной роли мирового кредитора в последней инстанции: он стал всемирным центробанком.

Мин Чжу находится на самом высоком посту, который когда-либо занимал гражданин Китая в МВФ, Всемирном банке или Банке международных расчетов – трех многосторонних столпах международной денежной системы. Его карьера олицетворяет финансовый взлет Китая *in nise*<sup>[201]</sup>. В 1982 г. он закончил Фуданьский университет в Шанхае, один из самых престижных вузов Китая. Он получил степень кандидата экономических наук в США, перед тем как занимать различные должности во Всемирном банке и международном отделении Банка Китая. В 2009 г. он

стал заместителем управляющего центральным банком Китая. В мае 2010 г. Доминик Стросс-Кан, тогдашний глава МВФ, выбрал его на должность своего специального советника. Наконец Мин Чжу был выбран в 2011 г. на должность заместителя директора-распорядителя преемником Стросс-Кана Кристин Лагард.

Мин обладает непринужденной манерой поведения и хорошим чувством юмора, но, когда на него жестко наседають по поводу мер, в которых он непоколебимо убежден, он внезапно может стать резким, как будто скорее читает лекцию студентам, а не участвует в дискуссии. Его английский с легким акцентом превосходен, но его негромкую речь иногда трудно расслышать. Подготовка Мина уникальна: он работал на высшем уровне в центральном банке под контролем Коммунистической партии Китая и на высшем уровне в МВФ, организации, демонстративно приверженной свободным рынкам и открытым счетам движения капиталов.

Мин постоянно путешествует по служебным делам МВФ, читает лекции в университетах и посещает престижные международные конференции, такие как Всемирный экономический форум в Давосе. Его советы востребованы частными банкирами и чиновниками высокого ранга в штаб-квартире МВФ в Вашингтоне, в кулуарах саммитов G20 и у членов центрального Политбюро Коммунистической партии во время его периодических визитов в Пекин. От Востока до Запада, от коммунизма до капитализма, Мин Чжу балансирует между противоборствующими силами в сегодняшнем порядке мирового финансового дела, служа и нашим, и нашим.

Никто, включая управляющих центробанками и саму мадам Лагард, не осведомлен лучше о тайных истинах международной денежной системы, что делает глобальные экономические и финансовые взгляды Мина особенно весомыми. Он непоколебимый глобалист, что отражает его оппозицию между мирами государственного капитализма и свободных рынков. Он мыслит о мире не в традиционных категориях Севера и Юга или Востока и Запада, но скорее как о кластерах стран, основанных на экономических факторах, связях на протяжении цепи поставок и исторических узах. Эти кластеры пересекаются и частично перекрывают друг друга. Например, Австрия принадлежит к европейскому производственному кластеру, который включает Германию и Италию, и также является частью восточноевропейской группы государств бывшей Австро-Венгерской империи, включающей Венгрию и Словению. Как лидер этой группы Австрия также является «проводником», который дает Австро-Венгерской группе доступ в европейский производственный

кластер посредством цепочки субконтрактов, цепей поставки и банковских займов. Эти связи могут, например, обеспечить продажи для словенского производителя автомобильных запчастей на Fiat в Италии. Словенско-итальянская связь осуществляется через «проводника» – Австрию.

Эта модель кластеров, перекрывания и проводников дает в результате образование неожиданных блоков. Мин помещает Южную Америку в кластер цепей поставок Китайско-Западного полушария, о чем также ясно говорил Риордан Рот, ведущий ученый латиноамериканской экономики<sup>[202]</sup>. Взгляды Мина состоят в том, что экономическое владычество США заканчивается у Панамского канала, тогда как большая часть Южной Америки сейчас, собственно говоря, считается сферой влияния Китая.

Модель кластеров Мина представляет не только научный интерес, потому что она начинает оказывать прямое влияние на политику МВФ, поскольку имеет отношение к наблюдению и контролю за 188 странами-участницами. Модель предоставляет основу для изучения побочных, или спилловер-эффектов, как их называет МВФ, национальной политики. МВФ относится к спилловерам так же, как специалисты по управлению рисками в банках говорят о цепной реакции, быстрой неконтролируемой трансляции краха от одного рынка к другому через тесную сеть взаимных обязательств и предоставленного обеспечения, и безрассудном буме ликвидности во время финансовой паники. Спилловеры случаются внутри кластеров, когда национальные экономики тесно связаны, и между кластерами, когда проводники терпят бедствие. Мин Чжу помогает МВФ разработать работающую модель управления рисками, основанную на комплексности – куда более совершенную, чем та, что используют отдельные центральные банки или частные финансовые организации.

## **Актуализируя Кейнса**

Мин показывает традиционным кейнсианцам, насколько их модель политических действий в сочетании с реакцией индивидуумов и компаний устарела. Эту двухчастную модель действий и реакции необходимо модифицировать, поместив финансовое посредничество посередине между принимающим политическое решение и субъектом рынка. Различие можно проиллюстрировать так:

***Классическая кейнсианская модель***

Налогово-бюджетная/Кредитно-денежная политика >  
Реакция индивидуума/компании

<b>Новая модель МВФ</b>
-------------------------

Налогово-бюджетная/Кредитно-денежная политика >  
Финансовое посредничество > Реакция индивидуума/компании

В то время как в предыдущие десятилетия финансовые организации были предсказуемыми и пассивными игроками в механизме воздействия политики на отдельных субъектов экономической деятельности, сегодняшние финансовые посредники более активны и фактически тормозят или усиливают стремления тех, кто принимает политические решения. Частные банки могут использовать секьюритизацию, деривативы и другие виды использования заемного капитала, чтобы значительно увеличить влияние политического смягчения, и могут ужесточить условия выдачи займов или перейти на надежные активы наподобие казначейских билетов США, чтобы ослабить воздействие. Банки – это также главный канал передачи спилловер-эффектов. Мин отмечает, что кейнсианский анализ имеет некоторые недостатки, поскольку не полностью включает в свои функции роль банков.

Объединение в кластеры, спилловер и финансовая передача – вот три теоретических основы, поддерживающие платформу, с которой МВФ изучает международную денежную систему. Новые подобные концепции могут десятилетиями обсуждаться на факультетах экономики в университетах, перед тем как будут иметь практический результат. Несмотря на засилье кандидатов наук в своих рядах, МВФ – это не университет. Это могущественная организация, у которой есть возможность поддерживать или осуждать режимы посредством политических решений о выдаче займов и сопутствующих условий получения кредита. Модель Мина предлагает взглянуть на планы МВФ: объединение в кластеры подразумевает, что экономические связи более важны, чем суверенитет. Спилловер-эффекты означают, что для сдерживания риска необходим контроль сверху донизу. Финансовая передача предполагает, что банки – это ключевые узлы применения контроля. В двух словах, МВФ стремится к регулированию финансового дела, сдерживанию риска и контролю экономического развития на мировом уровне.



Эта миссия единого мира требует помощи наиболее одаренных и политически могущественных игроков из всех возможных. Руководство МВФ – это тонко сбалансированный микрокосм мировой экономики. Вдобавок к Мин Чжу и директору-распорядителю Кристин Лагард, в топ-менеджмент МВФ входят Дэвид Липтон из США, Наюки Шинохара из Японии и Немат Шафик из Египта. Разнородность этой группы – это больше чем проявление многонациональности. Лагард представляет интересы Европы, Мин Чжу – Китая, Липтон – Америки, а Шафик – развивающихся экономик. Пять топ-менеджеров МВФ, сидящие вокруг стола переговоров, фактически представляют мир.

Дэвиду Липтону принадлежит один наиболее могущественный голос, более могущественный, чем у Кристин Лагард, потому что Соединенные Штаты могут накладывать вето на все важные действия МВФ. Это не значит, что Липтон не играет за команду; есть много вопросов, по которым США и МВФ сходятся во взглядах – включая возможное замещение доллара в роли мировой резервной валюты. Право вето Липтона означает, что изменения будут происходить в темпе, диктуемом любыми требованиями США *quid pro quo*<sup>[203]</sup>.

Липтон – один из многочисленных протеже Роберта Рубина, в числе которых Тимоти Гайтнер, Джек Лью, Майкл Фроман, Ларри Саммерс и Гэри Генслер. Эти люди годами контролировали экономическую стратегию США на международной арене. Роберт Рубин был министром финансов с 1995-го по 1999 г. после того, как проработал несколько лет в Белом доме Клинтона директором Национального экономического совета. Перед тем как войти в правительство США, Рубин был сопредседателем Goldman Sachs. С 1999-го по 2009 г. Рубин работал в секретариате главы Citigroup и недолгое время занимал пост председателя Citigroup в начале краха финансовых рынков в 2007 г. Липтон, Фроман, Гайтнер, Саммерс и Генслер – все они работали с Рубином в казначействе США в конце 1990-х, Лью – в Белом доме. Липтон, Лью и Фроман впоследствии последовали за Рубином в Citigroup, а Саммерс позднее работал в Citigroup консультантом.

После проверки и подготовки на должностях среднего уровня в 1990-х эту отлаженную бюрократическую команду тщательно разместили и продвинули по службе в Белом доме, казначействе, МВФ и на остальных участках в 2000-х, чтобы обеспечить Рубину нити влияния и роль крестного отца мировой финансовой системы *de facto*<sup>[204]</sup>. Гайтнер – бывший министр финансов и бывший президент Федерального резервного банка Нью-Йорка. Лью в настоящее время занимает должность министра

финансов. Фроман был могущественной закулисной фигурой Национального экономического совета и Совета национальной безопасности Белого дома с 2009-го по 2013 г. и торговым представителем США. Ларри Саммерс – бывший министр финансов, он возглавлял Национальный экономический совет президента Обамы. Во время пребывания в Белом доме Фроман был «шерпой» США на встречах G20, и время от времени видели, как он шепчет на ухо президенту, в то время как идет ключевая политическая дискуссия о том, как разрешить проблему с тогдашним президентом Китая Ху Цзиньтао или другим мировым лидером. С 2009-го по 2013 гг. Генслер был председателем Комиссии по срочной биржевой торговле, федерального агентства, которое регулирует торговлю казначейскими облигациями и золотыми фьючерсами.

Клика Рубина экстраординарна в некомпетентности, которую она продемонстрировала за годы работы в государственных и частных учреждениях, и на своем пути она оставляла финансовую разруху. Рубин и его подчиненный и преемник Ларри Саммерс, содействовали двум наиболее разрушительным с финансовой точки зрения изменениям законодательства прошлого века: аннулированию закона Гласса – Стиголла в 1999 г., которое позволило банкам действовать как хеджевые фонды; и отмене регуляции деривативов в 2000 г., которая открыла дверь крупномасштабному скрытому использованию заемных средств банками. Гайтнер, находясь в Федеральном резервном банке Нью-Йорка с 2003-го по 2008 гг., не обращал внимания на рискованную и ненадежную банковскую практику, осуществлявшуюся под его непосредственным руководством, которая привела к кризису субстандартного ипотечного кредитования в 2007 г. и панике 2008 г. Фроман, Липтон и Лью – все они были в Citigroup вместе с Рубином и внесли вклад в катастрофические ошибки в управлении рисками, что привело к краху когда-то славного банка и приобретению его контрольного пакета правительством США в 2008 г.; только в Citigroup было сокращено 50 000 рабочих мест. Генслер играл решающую роль в проведении закона Сарбейнза – Оксли, который многое сделал для подавления формирования капитала и создания рабочих мест в последующие годы. Он также был на дежурстве в Комиссии по срочной биржевой торговле в 2012 г. во время катастрофического краха MF Global, брокера облигаций и золота. Недавно Генслер выказал здравый смысл, призвав к ужесточению регуляции деривативов.

Потери благосостояния и личные трудности, ставшие результатом политики клики Рубина, не поддаются исчислению, однако их экономическое влияние остается неослабевающим. Сейчас Рубин по-

прежнему заботится о повседневных делах мира на должности сопредседателя некоммерческого Совета по международным отношениям. Дэвид Липтон, протеже Рубина *par excellence*<sup>[205]</sup>, с самым низким общественным статусом из всей группы, сейчас занимает влиятельное место в руководстве МВФ, в критической ситуации развития международной финансовой системы.

Нити влияния Рубина – это не тайная организация. В тайные организации редко входит больше нескольких человек, потому что они постоянно подвержены риску предательства, разоблачения или просчетов. Такая большая группа, как клика Рубина, в действительности приветствует обвинения в образовании тайной организации, потому что их легко опровергнуть, позволяя инсайдерам вернуться к работе тихим, квазианонимным образом, как они предпочитают. Паутина Рубина – это больше, чем размытая группа сходно мыслящих индивидуумов, разделяющих убеждение в превосходстве элитарного мышления и веру в способность своего замкнутого круга действовать в насущных интересах мира. Они осуществляют мировой контроль не в грубой яростной манере Гитлера, Сталина или Мао, но в полумраке организаций вроде МВФ, под маской вкрадчивых названий и возвышенных программных заявлений. В действительности возможность МВФ свергнуть режим путем отказа в финансировании в кризисной ситуации не менее реальна, чем власть сталинского КГБ или Красной гвардии Мао.

Руководство МВФ имеет более пытливые взгляды, что любой центральный банк международной денежной системы имеет серьезные нарушения деятельности. В результате масштабной печати денег с 2008 г. новый крах может возникнуть в любой момент, разыгравшись не просто от ошибок финансовых организаций или государств, но ввиду потери доверия к самому доллару США. Коллективная память возвращается к краху доллара в октябре 1978 г., который обратила вспять только политика прочного доллара тогдашнего председателя правления ФРС, стартовавшая в августе 1979 г., и выпуск МВФ своих всемирных денег, специальных прав заимствования, или СПЗ, в период с 1979-го по 1981 г. Доллар набрал силу в следующие десятилетия, но МВФ узнал, насколько может быть хрупким доверие к доллару, когда политика США регулируется халатно.

Мин Чжу также видит эти риски, пусть он и учился в колледже во время последнего краха доллара. Он знает, что, если доллар рухнет снова, Китаю вне всяких сомнений есть что терять больше всех, если учесть его роль крупнейшего мирового внешнего кредитора долга в долларах США. Мин полагает, что мир находится в настоящей депрессии, худшей со

времен 1930-х<sup>[206]</sup>. Он со свойственной прямоотой заявляет о причинах этого; говорит, что проблемы в развитых экономиках не циклические, а структурные.

Экономисты публично дискутируют о том, циклическа или структурна сегодняшняя болезнь экономики. Циклический спад деловой активности рассматривается как временный, фаза, которую можно излечить бюджетным стимулированием в классическом кейнсианском духе. Структурный спад – внутренний, он длится неопределенное количество времени, пока не будут внесены усовершенствования в такие ключевые факторы, как стоимость рабочей силы и ее подвижность, налоги, бремя нормативно-правового соответствия и другие общественные интересы. В Соединенных Штатах Федеральная резервная система и конгресс продолжают действовать так, будто спад производства в США, разница между потенциальным и фактическим объемом производства, временный и циклический. Эта мотивировка подходит большинству руководителей государства и политиков, поскольку позволяет избежать необходимости принимать жесткие решения касательно общественных интересов.

Мин преодолевает эту близорукость. Он недавно сказал: «Банкиры центробанков любят говорить, что проблема в основном циклическая и частично структурная. Я говорю им, что она в основном структурная и частично циклическая. Но в действительности она структурная»<sup>[207]</sup>. Вывод? Структурная проблема требует структурного решения.

В настоящее время МВФ сталкивается с огромным количеством противоречий. Экономисты МВФ, такие как Хосе Виньялс, неоднократно предупреждали о чрезмерном риске, на который идут банки, но у МВФ нет регулирующих банки органов в странах-участницах<sup>[208]</sup>. Анемичный мировой рост призывает к политическим мерам в духе стимулирования, но стимулирование не сработает перед лицом структурных препятствий к росту. Любая попытка стимулирования требует увеличения бюджетных расходов, но расходы предполагают увеличение долга, в то время как актуальны кризисы государственного долга. Кристин Лагард призывает к краткосрочному стимулированию в сочетании с долгосрочной налогово-бюджетной консолидацией. Однако рынки не доверяют долгосрочным соглашениям политиков. Едва ли кто-то стремится к сокращению денежных выплат, даже в странах, находящихся на грани краха, как Греция. Все предлагаемые решения либо политически невыполнимы, либо экономически сомнительны.

Новая модель Мин Чжу указывает выход из этих пут. Его анализ

объединения в кластеры и проводников предполагает, что политические меры должны быть глобальными, а не национальными, а его анализ спилловеров предполагает, что требуется более непосредственное банковское регулирование для сдерживания кризисов. Призрак кризиса государственного долга предполагает настоятельную необходимость в источниках ликвидности, более крупных, чем те, что могут предоставить центральные банки, когда кризис ликвидности разразится в следующий раз. Логика быстро приводит от единого мира к единому банку и единой валюте для планеты. Сочетание харизматичных лидерских качеств Кристин Лагард, новой модели Мин Чжу и закулисного могущества Дэвида Липтона отводит МВФ величайшую роль с момента создания организации.

## **Единый банк**

Статус Федеральной резервной системы как центрального банка уже долгое время очевиден, но в момент возникновения, с 1909-го по 1913 гг., вслед за паникой 1907 г., ее сторонники делали все возможное, чтобы скрыть тот факт, что предлагаемая организация – это центральный банк. Наиболее очевидная часть этих действий – это само название «Федеральная резервная система». Она не называется Банком Соединенных Штатов, подобно тому как провозглашают о себе Банк Англии или Банк Японии. Также в ее названии нет ключевой фразы «центральный банк» в духе Европейского центрального банка.

Это запутывание во многом преднамеренно. Народ Америки ранее дважды отказывался от центробанков. Первоначальный центральный банк, Банк Соединенных Штатов, уполномоченный конгрессом в 1791 г., был закрыт в 1811 г., как только истек срок его документа на право ведения банковских операций. Второй банк Соединенных Штатов, также центробанк, существовал с 1817-го по 1836 г., но его право на ведение банковских операций также было разрешено прекратить в ходе ожесточенных прений между сторонниками и противниками. С 1836-го по 1913 г., в период великого преуспевания и изобретений, у Соединенных Штатов не было центрального банка. Хорошо зная об этой истории и о глубокой подозрительности американского народа к центральным банкам, создатели Федеральной резервной системы, в первую очередь сенатор Нельсон Олдрич от Род-Айленда, тщательно маскировали свои намерения, взяв отвлекающее название.

Подобным образом Международный валютный фонд лучше всего

понимать как *de facto* всемирный центральный банк, несмотря на тот факт, что слов «центральный банк» в его названии нет. Критерий статуса центрального банка – это не имя, а цель. У центрального банка три основные роли: он привлекает заемные средства, предоставляет кредиты и создает деньги. Способность выполнять эти функции позволяет центральному банку осуществлять деятельность кредитора в последней инстанции во время кризиса. С 2008 г. МВФ выполняет все три функции в быстро увеличивающемся объеме.

Ключевое различие между центральным банком и обычными банками в том, что центральный банк выполняет эти три функции скорее для остальных банков, чем для обычной клиентуры, такой как частные лица и организации. В уставе МВФ, 123-страничном нормативном документе, скрыто положение, которое заявляет: «Каждый участник должен взаимодействовать с фондом только через свой... центральный банк... или другое сходное фискальное агентство, а фонд должен взаимодействовать только с аналогичными агентствами и через них»<sup>[209]</sup>. Таким образом, в соответствии с этим уставом, МВФ должен функционировать как всемирный центральный банк – факт, тщательно скрываемый номенклатурой и позой должностных лиц МВФ как простых международных чиновников, предоставляющих беспристрастную помощь государствам, находящимся в сложной ситуации.

Легче всего из этих функций распознать роль кредитора МВФ в стиле центробанка. Это было его целью с момента появления МВФ в конце 1940-х и остается сегодня, как повсеместно декларируется. Эта функция предусматривалась во время, когда большинство ведущих валют имели фиксированные обменные курсы к доллару, а у стран были закрытые капитальные счета. Когда возникал внешнеторговый дефицит или отток капитала, ведущие к проблемам платежного баланса, страны не могли прибегнуть к девальвации как быстрому решению трудностей, пока они не покажут МВФ, что проблемы структурные и устойчивые. В этих случаях МВФ мог одобрить девальвацию. Чаще МВФ предоставлял переходный кредит, предоставляющий ликвидность стране, испытывающей дефицит, на время, обычно от 3 до 5 лет, с тем чтобы эта страна осуществила политические изменения, необходимые для улучшения ее экспортной конкурентоспособности. МВФ выступал для национальных экономик в той же роли, что и кредитная карта для частного лица, которое временно берет займы на расходы, но планирует вернуть эти деньги с будущей зарплаты.

Структурные изменения, которых требовал МВФ в обмен на займ, могли включать реформы рынка рабочей силы, бюджетно-налоговую

дисциплину для сокращения инфляции или снижение затрат на рабочую силу в расчете на единицу продукции – все это имело целью сделать страну более конкурентной на мировых рынках. Когда поправки приживались, тогда дефицит превращался в прибыли, и займ возвращался МВФ. Однако эта теория редко гладко срабатывала на практике, и поскольку внешнеторговый и бюджетный дефицит и инфляция в определенных странах-участницах упорно сохранялись, разрешалась девальвация. В то время как девальвация может улучшить конкурентоспособность, она также причиняет крупные убытки инвесторам на местных рынках, которые рассчитывали на привлекательные валютные курсы по отношению к доллару для совершения начальных инвестиций. С другой стороны, если МВФ хотел, он мог давать займы, чтобы помочь странам избежать девальвации, и таким образом защищал таких инвесторов, как J. P. Morgan, Goldman Sachs и их привилегированные клиенты.

Сейчас веб-сайт МВФ расхваливает займы таким странам, как Йемен, Косово и Ямайка, как примеры своей положительной роли в экономическом развитии. Но подобные займы – это лакировка действительности, и эти объемы незначительны по сравнению с первостепенными банковскими операциями, которые должны поддерживать евро<sup>[210]</sup>. На май 2013 г. 45 % займов и обязательств по предоставлению средств распространялись только на четыре страны: Ирландию, Португалию, Грецию и Кипр как часть экстренного финансирования евро. Еще 46 % займов и обязательств по предоставлению средств распространялись только на две других страны: Мексику, чья стабильность жизненно важна для Соединенных Штатов, и Польшу, чья стабильность жизненно важна как для НАТО, так и для ЕС. Менее 10 % всех займов МВФ было для самых нуждающихся экономик Азии, Африки или Южной Америки. Случайные посетители веб-сайта МВФ не должны обманываться видом улыбающихся темнокожих женщин в национальных костюмах. МВФ функционирует как клуб кредитования богатых государств для поддержки экономических интересов этих государств.

Если функция центрального банка как кредитора у МВФ прозрачна, то функция приема депозитов более скрыта. МВФ не действует как розничный коммерческий банк с кассовыми окнами, куда частные лица могут прийти и сделать вклад на текущий или сберегательный счет. Вместо этого он осуществляет в высшей степени хитроумную программу управления активами и пассивами, в которой услуги по кредитованию осуществляются с помощью комбинации «взносов» и «положений о заимствовании». Взносы сходны с банковским капиталом, а положения о



заимствовании сходны с облигациями и депозитами, которые нормальный банк использует для финансирования кредитования. Финансовая деятельность МВФ по большей части проводится внебалансово, как непредвиденные займы и источники кредитования. В этом смысле МВФ напоминает современный коммерческий банк, такой как J. P. Morgan, чьи внебалансовые непредвиденные денежные обязательства затмевают показанные в балансе.

Чтобы увидеть действительное финансовое состояние МВФ, необходимо заглянуть за балансовую ведомость, в подстрочные примечания и другие источники. Финансовые отчеты МВФ выражаются в его собственной валюте, СПЗ, легко конвертируемой в доллары. МВФ вычисляет и публикует валютный курс СПЗ к доллару ежедневно<sup>[211]</sup>. В мае 2013 г. у МВФ было почти 600 млрд долл. неиспользованной возможности получения кредита, что в сочетании с имеющимися средствами давало МВФ 750 млрд долл. потенциала предоставления кредита. Если бы эти возможности получения и предоставления кредита были полностью реализованы, соотношение собственных и заемных средств было бы всего около 3 к 1, если считать взносы капиталом. Это исключительно занижено по сравнению с большинством крупных банков, чье соотношение собственных и заемных средств ближе к 20 к 1 и даже выше, если принимать во внимание внебалансовые операции.

Интересный аспект использования МВФ заемных средств не в том, что оно сегодня высоко, а в том, что оно вообще существует. Не одно десятилетие МВФ осуществлял деятельность почти без использования заемных средств; ссуды выдавались за счет взносов участников. Идея состояла в том, что участники должны вносить вклады в общий фонд, а отдельные члены могут брать из этого общего фонда для временного облегчения ситуации по мере необходимости. Пока общая сумма займов не превышала общий фонд взносов, система была устойчивой и не требовала использования заемных средств. Но этому пришел конец. Поскольку корпорации и частные лица снизили долю использования заемных средств после паники 2008 г., правительства государств, центральные банки и МВФ стали использовать заемные средства, чтобы поддержать мировую денежную систему на плаву. По сути, государственная задолженность заменила частную.

Общее налоговое бремя не сократилось, оно увеличилось, поскольку проблема мирового долга шагнула вверх по лестнице. МВФ – это пентхаус, выше которого проблема не может подняться. Пока МВФ мог обеспечивать государственный процесс использования заемных средств в противовес



частному использованию заемных средств. Государственное использование заемных средств преимущественно осуществляется на уровне национальных центральных банков, таких как Федеральная резервная система или Банк Японии. Однако когда эти центральные банки достигнут практических и политических пределов использования заемных средств, МВФ окажется *последним* кредитором в последней инстанции. В следующем мировом кризисе ликвидности только у МВФ из всего мира будет чистый баланс, поскольку балансы национальных центральных банков имеют избыточные задолженности по долгосрочным активам.

Самое крупное одноступенчатое повышение уровня объема возможности получения займа и использования заемных средств МВФ произошло 2 апреля 2009 г., очень близко от разгара падений рынков акций, которые начались в 2008 г., во время повсеместного страха на финансовых рынках. Поводом стал саммит лидеров G20 в Лондоне. Саммит G20, который принимал премьер-министр Великобритании Гордон Браун и посетили президент США Обама, президент Франции Саркози, канцлер Германии Меркель, президент Китая Ху Цзиньтао и другие мировые лидеры, дал обещание увеличить возможности МВФ по предоставлению кредитов до 750 млрд долл. За каждый доллар, который МВФ дает займы, он сначала должен получить доллар от своих участников, так что расширенные возможности кредитования подразумевали расширение привлечения денежных средств и повышение использования заемных средств. Достижение большинства требуемых обязательств потребовало у МВФ больше года, хотя по множеству политических причин полная сумма еще не внесена.

Крупнейшие обязательства по предоставлению средств поступили от Европейского союза и Японии (каждая – 100 млрд долл.), а также Китая, который обязался предоставить еще 50 млрд долл. Другие обязательства о предоставлении средств, каждое на 10 млрд долл., дали остальные государства БРИК, Россия, Индия и Бразилия, и развитые государства Канада, Швейцария и Корея.

Наиболее неоднозначное обязательство о предоставлении средств на новые возможности получения займа МВФ включало Соединенные Штаты. 16 апреля 2009 г., спустя несколько дней после саммита G20 в Лондоне, президент Обама направил лидерам конгресса письма с просьбой о поддержке в предоставлении обязательств на 100 млрд долл. для нового привлечения денежных средств МВФ<sup>[212]</sup>. Президент, действуя под влиянием протекции Рубина Майка Фромана, дал публичное устное обещание на 100 млрд долл. на Лондонском саммите, но нуждался в

законодательных актах для предоставления действительного финансирования. Письма для конгресса утверждали, что новое финансирование – это комплексное решение, направленное на усиление права голоса МВФ для Китая и форсирование продаж золота МВФ. Также письмо президента Обамы призывало к «...специальному единовременному выделению специальных прав заимствования, резервных активов, создаваемых МВФ... которые увеличат мировую ликвидность...» Письмо президента освежающе откровенно говорит о возможности МВФ печатать всемирные деньги.

Китаю требовалось дополнительное право голоса в МВФ и больше золота, выброшенного на рынок, для избежания скачка цен в то время, как он скрытно покупал золото. США хотели, чтобы МВФ печатал больше всемирных денег. МВФ хотел твердой валюты от США и Китая для осуществления финансовой помощи. В этой сделке была выгода для каждого, она была тщательно спланирована Майком Фроманом и другими «шерпами» на Лондонском саммите и подписана Гайтнером, Обамой и лидерами G20.

Если взглянуть немного глубже, письма Обамы конгрессу содержали еще одну уловку. Новые обязательства по предоставлению средств МВФ проходили не как взносы, а как ссуды, в соответствии с растущей ролью МВФ как банка, использующего заемные средства. Президент стремился уверить конгресс, что ссуда для МВФ – это не расходование средств, и таким образом она не повлияет на дефицит бюджета США. В письме президента говорится: «Когда Соединенные Штаты переводят доллары в МВФ... Соединенные Штаты получают в обмен... ликвидное процентное требование МВФ, которое обеспечивается сильной финансовой позицией МВФ, включая... золото». Это заявление полностью правдиво. У МВФ действительно сильная финансовая позиция и третий по величине золотой запас после США и Германии. Любопытно, что именно в то время как чиновники Федеральной резервной системы публично принижали роль золота в денежной системе, президент чувствовал необходимость упомянуть золото конгрессу для усиления доверия. Несмотря на пренебрежение к золоту у ученых и банкиров центробанка, золото никогда не теряло полностью своего места как краеугольного камня мировой финансовой системы.

Еще более сильное углубление в вопрос обнаруживает интересное свойство предложения о предоставлении кредита МВФ. Если бы США дал МВФ 100 млрд долл. наличными, они бы получили взамен процентную расписку от МВФ. Однако эта расписка была бы выражена не в долларах, а

в СПЗ. Поскольку СПЗ – это недолларовая всемирная валюта, ее стоимость по отношению к доллару плавающая. Обменный курс СПЗ вычисляется частично в соответствии с долларом, но также в соответствии с валютной корзиной, которая содержит японскую иену, евро и фунт стерлингов Великобритании. Это означает, что, когда придет срок выплаты по расписке МВФ, США получат обратно *не* исходные 100 млрд долл., а другую сумму, в зависимости от колебания курса доллара относительно СПЗ. Если доллар будет расти сильнее по отношению к другим валютам в корзине СПЗ, США получат *меньше*, чем исходные 100 млрд долл. займа в счет погашения, потому что недолларовые составляющие корзины будут стоить меньше. Если рост доллара будет слабее, чем других валют корзины СПЗ, США получат *больше*, чем исходные 100 млрд долл. займа в счет погашения, потому что недолларовые составляющие корзины будут стоить больше. Осуществляя этот займ, казначейство США ставит *против* доллара, поскольку только *снижение* доллара позволит США вернуть свои деньги. Эта ставка против доллара размером 100 млрд долл. не упоминалась в письме президента и по большей части осталась незамеченной конгрессом в то время. Так случилось, что она оказалась политической бомбой с часовым механизмом, которая вернулась, чтобы преследовать США и МВФ в преддверии президентских выборов 2012 г.

Письмо президента также ввело конгресс в заблуждение относительно цели кредитного обязательства. Письмо конгрессу несколько раз утверждало, что кредитные средства будут использованы МВФ для помощи «...в первую очередь рынкам развивающихся и формирующихся стран...» В действительности новые возможности получения кредита были использованы в первую очередь на экстренную финансовую помощь членам Еврозоны: Ирландии, Португалии, Греции и Кипру. Малая доля наличных использовалась для кредитования формирующихся рынков. Этот запутывающий язык имел целью увильнуть от критики конгресса, что деньги налогоплательщиков США будут использоваться для финансовой помощи греческим чиновникам, которые выходят на пенсию в возрасте 50 лет с пожизненной пенсией, тогда как американцы работают и после 70, чтобы свести концы с концами.

Эти хитрости и ставка казначейства против доллара прошли незамеченными в истерии финансовой помощи автомобильным компаниям и комплексов мер по стимулированию экономики.

Под предводительством демократа из Белого дома Барни Фрэнка и республиканца из сената Ричарда Лугара финансовое обязательство США о предоставлении ссуды было спрятано внутри законопроекта о военных

расходах и принято конгрессом 16 июня 2009 г. МВФ выпустил пресс-релиз с замечанием тогдашнего директора-распорядителя Доминика Стросс-Кана, расхваливающего этот законодательный акт и описывающий его как «значительный шаг вперед»<sup>[213]</sup>.

Хотя этот законодательный акт предусмотрел финансовое обязательство США на 100 млрд долл., МВФ на самом деле не взял займы эти средства немедленно. Финансовое обязательство похоже на кредитную линию на MasterCard, которую держатель карты еще не использовал. МВФ может просканировать MasterCard в любое время и получить 100 млрд долл. от США, просто выпустив извещение о займе.

В ноябре 2010 г. план Обамы по финансированию экстренной помощи МВФ был подставлен под удар промежуточными выборами в конгресс – захватом республиканцами влияния в палате представителей. Успех республиканцев питался негодованием либертарианцев более ранней финансовой помощью банкам Уолл-стрит Goldman Sachs и J. P. Morgan. Барни Фрэнк потерял свой пост председателя Комитета по финансовым услугам Белого дома, а новые лидеры республиканцев начали изучать возможные последствия финансового обязательства США по отношению к МВФ.

К началу 2011 г. европейский кризис государственного долга достиг критического состояния, и было невозможно скрыть, что финансирование США, если МВФ его использует, пойдет на финансовую помощь ушедшим в отставку греческим и португальским чиновникам. Публикации консерваторов выходили с заголовками наподобие «Зачем США спонсирует финансовую помощь МВФ в Европе?» (Why is the U.S. Bankrolling IMF's Bailouts in Europe?)<sup>[214]</sup>. 28 ноября 2011 г. Барни Фрэнк объявил об уходе в отставку. Также в 2011 г. тогдашний сенатор-республиканец от Южной Каролины Джим Деминг предоставил законопроект об аннулировании финансового обязательства США по отношению к МВФ. Билль Деминга потерпел поражение в сенате (55 голосов против, 45 за). Это поражение требовало голосов республиканцев, которые обеспечивали Ричард Лугар и немногие другие. 8 мая 2012 г. либертарианцы нанесли ответный удар и поддержали Ричарда Мурдока, который победил Лугара на первичных выборах, вынудив Лугара отправиться в отставку после 36 лет в сенате. Один за одним друзья МВФ в конгрессе отходили в сторону или были вынуждены уйти. Относительно ухода Фрэнка и Лугара из конгресса Кристин Лагард из МВФ флегматично пожала плечами и сказала: «Нам их будет не хватать»<sup>[215]</sup>.

К концу 2013 г. спарринг между Белым домом и конгрессом по вопросу выделения средств МВФ стал более напряженным. После лондонского саммита G20 МВФ предпринял дальнейшие шаги по увеличению своих возможностей получения кредитов сверх исходных финансовых обязательств, переводя часть финансового обязательства по предоставлению займа США из долга в увеличение взноса, в действительности переместив часть денег США из временного займа в постоянный капитал. Эти изменения 2010 г., вслед за которыми также были доведены до конца соглашения Лондонского саммита по усилению права голоса Китая, требовали утверждения конгресса, помимо тех, которые содержались в законопроекте Барни Фрэнка 2009 г. Сотни выдающихся международных экономистов и влиятельных бывших чиновников, таких как министр финансов Хэнк Полсон, публично призывали конгресс утвердить этот законопроект. Однако президент Обама не включил новые требования в свой бюджет на 2012-й и 2013 гг., чтобы избежать противоречивого вопроса оказания налогоплательщиками США финансовой помощи Европе<sup>[216]</sup>.

В этот момент нетерпение Кристин Лагард по поводу процесса начало выходить из-под контроля. В ходе всемирного экономического форума в Давосе 28 января 2012 г. Лагард подняла свою сумочку от Louis Vuitton и сказала: «Я здесь со своей маленькой сумкой, чтобы собрать немного денег»<sup>[217]</sup>. В интервью Washington Post, опубликованном 29 июня 2013 г., она была более определенной и сказала: «Мы уже способны значительно увеличить свои ресурсы... невзирая на тот факт, что США не прикладывают усилий и не поддерживают эту динамику... Я думаю, что всем бы хотелось завершить этот процесс. Давайте посмотрим правде в глаза. Он длится уже давно»<sup>[218]</sup>.

К счастью для МВФ, противоречивое финансовое обязательство о предоставлении средств США в краткосрочной перспективе не требовалось. К концу 2012 г. кризис государственного долга в Европе стабилизировался, а экономический рост в США и Китае продолжился, хотя и более медленными темпами, чем надеялся МВФ. Однако после истории с кризисами долга в Дубае, Греции, на Кипре и во всем мире с 2009-го по 2013 г. оказалось, что это только вопрос времени до того, как ситуация где-то дестабилизируется и финансовое обязательство США потребует для финансирования очередного комплекса спасательных мероприятий.

Роль МВФ как кредитора с заемным капиталом, в действительности

банка, сейчас носит официальный характер. МВФ эволюционировал из промежуточного заимодавца на базе взносов в кредитора последней инстанции с заемным капиталом, подобного Федеральной резервной системе США. Возможности МВФ по получению и предоставлению кредита хорошо понимают экономические эксперты, если не широкая общественность. Но даже эксперты по большей части неосведомлены или введены в заблуждение относительно величайшей силы МВФ – способности создавать деньги. На самом деле название всемирных денег МВФ, специальные права заимствования, кажется, создано, скорее, для того чтобы запутать, чем прояснить вопрос. Всемирный печатный станок МВФ для денег пока находится в режиме ожидания, готовый для использования при необходимости во время следующего мирового кризиса ликвидности. Он будет ключевым инструментом в организации падения доллара.

## Единая валюта

Джон Мейнард Кейнс однажды задумчиво сказал, что меньше одного человека из миллиона способны понять процесс, с помощью которого инфляция разрушает благосостояние. Настолько же вероятно, что меньше одной женщины или мужчины на десять миллионов понимают специальные права заимствования, или СПЗ. Однако СПЗ готовы стать предшественником инфляции *par excellence*. Сочетание непрозрачности и неподотчетности СПЗ помогает мировым денежным элитам решать проблемы государственного долга, используя инфляционного посредника, что, в свою очередь, позволяет отдельным правительствам отрицать политическую ответственность.

Тайные свойства СПЗ начинаются с их названия. Подобно «Федеральной резервной системе» и «Международному валютному фонду», это название было выбрано для того, чтобы скрыть истинную цель. Равно как Федеральная резервная система и Международный валютный фонд – это центральные банки с маскирующими названиями, так и СПЗ – это переодетые всемирные деньги.

Некоторые специалисты в вопросах денежной политики, в частности Айкенгрин из Калифорнийского университета в Беркли, возражают против использования термина «деньги» применительно к СПЗ, рассматривая эти единицы как простой инструмент подсчета, используемый для перемещения резервов между участниками<sup>[219]</sup>. Но эти взгляды

опровергаются собственными финансовыми отчетами МВФ. Ежегодный финансовый отчет МВФ содержит следующее разглашение информации касательно СПЗ: [\[220\]](#)

«СПЗ могут размещаться МВФ в дополнение к существующим резервным активам... Их **стоимость** как резервного актива проистекает из финансовых обязательств участников держать и принимать СПЗ...

СПЗ также используются многими международными и региональными организациями как **расчетная единица...**

Участники и установленные держатели могут **использовать и получать СПЗ в ходе транзакций...** между собой».

Деньги классически определяются как имеющие три важнейших качества: они обладают ценностью, являются расчетной единицей и средством обмена – эта опубликованная информация решает вопрос СПЗ как денег. Сам МВФ говорит, что СПЗ имеют ценность, являются расчетной единицей и могут использоваться как средство обмена в транзакциях между уполномоченных держателей. Это полностью соответствует трехчастному определению денег.

Количество СПЗ, находящихся в обращении, мизерно по сравнению с государственными и региональными валютами, такими как доллар и евро. Использование СПЗ ограничивается членами МВФ и определенными другими официальными организациями и контролируется департаментом специальных прав заимствования МВФ. Более того, СПЗ, возможно, никогда не будут выпущены в форме банкнот, и жители всего мира могут никогда не использовать их на повседневной основе. Однако даже такое ограниченное использование не изменяет тот факт, что СПЗ – это всемирные деньги, контролируемые элитами. В действительности это обстоятельство лишь усиливает эту роль, делая СПЗ невидимыми для граждан.

СПЗ могут в изобилии выпускаться для членов МВФ и также могут использоваться в будущем для избранного перечня наиболее важных транзакций в мире, включая баланс соглашений об оплате, установление цены на нефть и финансовые счета крупнейших корпораций мира, таких как ExxonMobil, Toyota и Royal Dutch Shell. Любая инфляция, вызванная масштабной печатью СПЗ, не будет моментально очевидна для граждан.



Инфляция со временем проявится в долларах, иенах и евро на бензозаправке или в автосалоне, но национальные центральные банки будут с легкостью отрицать свою ответственность и указывать пальцем на МВФ. Поскольку МВФ не подотчетен какому бы то ни было избирательному процессу и является бессменной наднациональной организацией, крайнего найти не удастся.

История СПЗ так же красочна, как и их ожидаемое будущее. СПЗ не были частью первоначальной бреттон-вудской денежной системы, соглашение о которой было заключено в 1944 г. они были частью быстрого реагирования на кризис доллара, который начался в 1969 г. и продолжался постадийно до 1981 г.

Во время ранних десятилетий бреттон-вудской системы, с 1945-го по 1965 гг., международные денежные эксперты волновались о так называемой «нехватке долларов». В то время доллар был ведущей мировой резервной валютой, необходимой для международной торговли. Производственные базы Европы и Японии опустошила Вторая мировая война. И Европа, и Япония обладали человеческим капиталом, но ни у той, ни у другой не было долларов или золота, необходимых, чтобы заплатить за оборудование и сырье, которые могли возродить их производство. Нехватка долларов частично была смягчена планом помощи Маршалла и расходами на Корейскую войну, но самый большой всплеск произошел с новообретенным аппетитом потребителей из США к высококачественным недорогим импортным товарам. Американские беби-бумеры, которые в 1960-х были подростками, могут вспомнить поездки на пляж на «Фольксвагене-жуке» с транзисторным радиоприемником Toshiba в руках. К 1965 г. высококонкурентные экспортные государства Германия и Япония быстро приобретали два основных резервных актива того времени – доллары и золото. США понимали, что необходимо иметь значительный внешнеторговый дефицит, чтобы поставлять доллары остальной части мира и обеспечивать всемирную торговлю.

Международная денежная система вскоре пала жертвой собственного успеха. Нехватку доллара заменил их поток, и торговые партнеры стали обеспокоены непреходящим внешнеторговым дефицитом США и потенциальной инфляцией. Эта ситуация была иллюстрацией дилеммы Триффина, названной в честь бельгийского экономиста Роберта Триффина, который первым описал ее в начале 1960-х. Триффин указал, что когда одно государство выпускает мировую резервную валюту, оно должно испытывать постоянный внешнеторговый дефицит, чтобы поставлять эту валюту своим торговым партнерам. Но если этот дефицит существует



слишком долго, доверие к валюте в конечном счете будет утрачено. К концу 1960-х доверие к доллару терпело крах ввиду сочетания внешнеторгового дефицита США, бюджетного дефицита и инфляции, которую принесла политика «пушек и масла» президента Линдона Джонсона. Торговые партнеры США, в особенности Франция и Швейцария, начали сбрасывать доллары, скупая золото. Начался крупномасштабный набег на Форт-Нокс, и золотой запас США истощался до тревожащего уровня, что привело к решению президента Никсона о прекращении золотого обеспечения доллара 15 августа 1971 г.

Как опекун международной денежной системы, МВФ столкнулся с рушащимся доверием к доллару и ощутимой нехваткой золота. Фунт стерлингов Великобритании уже девальвировал в 1967 г. и переживал собственный кризис доверия. Немецкие дойчмарки считались привлекательными, но немецкие фондовые рынки были слишком уж малы, чтобы предоставлять мировые резервные активы в достаточном количестве. Доллар был слабым, золото скудным, и не были доступны никакие альтернативные активы. МВФ боялся, что мировая ликвидность может исчезнуть, что спровоцирует крах мировой торговли и депрессию, как это случилось в 1930-х. В этих напряженных условиях МВФ в 1969 г. решил создать новый мировой резервный актив, СПЗ, прямо из воздуха.

С самого начала СПЗ были всемирными фиатными деньгами. Это объяснил Кеннет Дэм, ведущий эксперт в сфере денежной политики и бывший чиновник высшего ранга США, работавший в казначействе, Белом доме и министерстве обороны. В крайне детализированной истории МВФ «Правила игры» (The Rules of the Game) Дэм пишет:

«СПЗ отличались от практически всех предыдущих предложений в одном решающем отношении. Ранее считалось, что необходимо, чтобы любые новые международные резервы, создаваемые посредством фонда, и в особенности любые новые резервные активы, были «обеспечены» каким-то другим активом... СПЗ, напротив, были, так сказать, выдумкой чистейшей воды. Они были просто ассигнованы участникам пропорционально взносам, что привело к тому, что некоторые отнесли к СПЗ как к «манне небесной». Впоследствии они существовали и переводились без какого бы то ни было обеспечения... готовая аналогия – фиатные деньги, создаваемые правительствами государств, но не конвертируемые в реальные активы, такие как золото»<sup>[221]</sup>.

Первоначально СПЗ оценивались как эквивалент 0,888671 г золота, но МВФ отменил этот золотой стандарт в 1973 г., вскоре после того, как сами США отменили золотой стандарт применительно к доллару. С 1973 г.

ценность СПЗ высчитывается по отношению к резервной валютной корзине. Это не значит, что СПЗ *обеспечены* твердыми валютами, как указывает Дэм, а только то, что их *стоимость* в транзакциях и расчетах высчитывается таким образом. Сегодня корзина состоит из долларов, евро, иен и фунтов стерлингов в заданном количестве.

СПЗ выпускались для участников МВФ с момента их создания по четырем случаям. Первый выпуск был 9,3 млрд СПЗ, выданных в несколько приемов с 1970-го по 1972 г. Второй выпуск составил 12,1 млрд СПЗ, он также осуществлялся в несколько приемов с 1979-го по 1981 г. В течение почти тридцати лет с 1981-го по 2009 г. выпуска СПЗ не было. Это была эра «короля доллара», созданная Полом Волкером и Рональдом Рейганом и продолжавшаяся в течение пребывания республиканских и демократических администраций Джорджа Буша, Билла Клинтона и Джорджа Буша-младшего. Затем в 2009 г., в начале финансового кризиса и в пучине новой депрессии, МВФ выпустил 21,5 млрд СПЗ 10 августа 2009 г. и 161,2 млрд СПЗ 28 августа 2009 г. Суммарный выпуск СПЗ с момента их создания составил 204,1 млрд СПЗ, стоимостью около 305 млрд долл. по нынешнему обменному курсу доллара к СПЗ.

История сделала предельно ясным, что существует точное совпадение между периодами выпуска СПЗ и периодами рушащегося доверия к доллару. Лучший индекс силы или слабости доллара – это расширенный долларовый индекс с учетом цен, вычисляемый и публикуемый Федеральной резервной системой<sup>[222]</sup>. Индексный ряд доллара ФРС начался в январе 1973 г. и основан на номинальной стоимости, выраженной в индексе как 100,00. Первые СПЗ, выпущенные с 1970-го по 1972 г., появились раньше этого индекса, но были связаны с крахом доллара на 20 % по отношению к доллару на тот момент.

Второй выпуск СПЗ, с 1979-го по 1981 г., последовал немедленно за срывом доллара с уровня индекса ФРС 94,2780 в марте 1977 г. до 84,1236 в октябре 1978 г. – снижение на 11 % за 19 месяцев. После выпуска доллар вернул свой статус, и в марте 1982 г. индекс достиг 103,2159. Это было начало времени короля доллара.

Третий и четвертый выпуски СПЗ состоялись в августе 2009 г., вскорости после краха доллара до уровня индекса 84,1772 в апреле 2008 г. – самый низкий уровень со времени кризиса 1978 г. Временное запаздывание примерно в год между понижением индекса и выпуском СПЗ – это отражение времени, которое требуется МВФ для получения одобрения совета на осуществление нового выпуска.

В отличие от времени короля доллара, масштабный выпуск СПЗ в 2009

г. не привел к тому, что доллар восстановил свою силу. В действительности индекс доллара достиг своего абсолютного минимума 80,5295 в июле 2011 г., как раз перед тем, как золото достигло абсолютного рекорда стоимости 1924,00 долл. в следующем месяце. Разница в 2011 г. по сравнению с 1982 г. была в том, что ФРС и казначейство вели политику слабого доллара, в противовес политике сильного доллара Пола Волкера. Тем не менее выпуск СПЗ в 2009 г. сослужил свою службу, восстановив ликвидность мировых финансовых рынков после паники 2008 г. Рынки снова встали на ноги в конце 2012 г. со стабилизацией кризиса европейского государственного долга после заявления Марио Драги «во что бы то ни стало» от имени ЕЦБ. К 2012 г. мировая ликвидность была восстановлена, и СПЗ были снова положены на полку в ожидании следующего мирового кризиса ликвидности.

Хотя СПЗ – это полезный инструмент неотложного создания ликвидности, по настоящий момент доллар сохраняет свой статус ведущей мировой резервной валюты. Чтобы играть роль резервной валюты, требуется больше, чем просто быть деньгами, нужна совокупность инвестируемых активов, в первую очередь сильный ликвидный рынок облигаций. Любую валюту можно использовать в международной торговле, если торговые партнеры хотят принимать ее как средство обмена. Но проблема возникает после того, как один торговый партнер приобретает обширный торговый валютный баланс. Эта сторона нуждается в инвестировании баланса в ликвидные активы, которые приносят рыночную доходность и сохраняют ценность. Когда баланс обширен, например как резерв Китая в 3 трлн долл., совокупность потенциально инвестиционных активов должна иметь соответствующий размер. Сегодня рынки государственных облигаций в долларах – единственные достаточно обширные и диверсифицированные для того, чтобы поглотить потоки инвестиций, поступающие от государств с положительным сальдо торгового баланса, таких как Китай, Корея и Тайвань. Рынок СПЗ в сравнении с ними микроскопичен.

Однако МВФ не делает секрета из своего стремления превратить СПЗ в резервную валюту, которая могла бы заменить доллар. Это было продемонстрировано в исследовании МВФ, изданном в январе 2011 г. и состоящем из многолетнего многоступенчатого плана по созданию позиции СПЗ как ведущего мирового резервного актива<sup>[223]</sup>. Исследование рекомендует увеличение снабжения СПЗ, чтобы сделать их ликвидными и более привлекательными для потенциальных участников рынка частного сектора, таких как Goldman Sachs и Citigroup. Важно, что исследование

осознает необходимость физических продавцов и покупателей облигаций в СПЗ, таких как Volkswagen и IBM. Фонды государственного имущества рекомендуются как наиболее вероятные покупатели облигаций в СПЗ в целях диверсификации валюты. Исследование МВФ рекомендует, чтобы рынок облигаций в СПЗ точно воспроизводил инфраструктуру рынка казначейства США с механизмами хеджинга, финансирования и расчетно-клиринговой деятельности, сходными с теми, которые существуют сегодня для поддержания торговли казначейскими ценными бумагами.

Помимо создания рынка облигаций в СПЗ, программа МВФ продолжает полагать, что МВФ мог бы изменить состав корзины СПЗ, сократив долю доллара США и увеличив доли других валют, таких как китайский юань <sup>[224]</sup>. Это тайный механизм по увеличению роли юаня как резервной валюты задолго до того, как Китай сам создал рынок облигаций в юанях или открыл свой счет движения капитала. Если рынок СПЗ станет ликвидным, а юань будет включен в СПЗ, банковские дилеры найдут способы арбитража одной валюты относительно другой и таким образом увеличения использования юаня и его привлекательности. Относительно будущего рынка облигаций СПЗ исследование МВФ откровенно заключает: «...если бы существовала такая политическая готовность, эти ценные бумаги могли бы сформировать зародыш мировой валюты <sup>[225]</sup>. Это заключение в высшей степени значимо, поскольку в нем МВФ впервые публично оставил в прошлом идею СПЗ как вспомогательного средства ликвидности и представил их как ведущую форму всемирных денег.

Действительно, распространение СПЗ МВФ не ограничивается участниками МВФ. Статья XVII определяющего Устава МВФ позволяет выпуск СПЗ для «не членов и других официальных организаций», включая ООН и Банк международных расчетов (БМР) в швейцарском Базеле <sup>[226]</sup>. БМР широко известен обеспечением проведения обменов золота нацистами, в то время как им управлял американец Томас Маккитрик, во время Второй мировой войны и общеизвестен как центральный банк для центральных банков <sup>[227]</sup>. Сегодня МВФ может выпустить СПЗ для БМР, чтобы финансировать его непрерывные манипуляции на рынке золота. На основании статьи XVII МВФ также может выпустить СПЗ для ООН, что даст возможность воспользоваться ими для контроля численности населения и управления изменениями климата.

Расширенная роль СПЗ ожидает дальнейших усовершенствований, на что могут уйти годы. Хотя СПЗ не готовы заменить доллар в качестве мировой резервной валюты, они медленно двигаются в этом направлении.

Однако роль СПЗ как быстрого реагирования в качестве источника ликвидности в ходе финансовой паники осуществляется хорошо. Выпуск СПЗ в 2009 г. может рассматриваться как «тест-драйв» перед более крупным выпуском в ходе будущего кризиса ликвидности.

СПЗ, выданные участнику МВФ, не всегда используются незамедлительно, потому что этому участнику может быть необходимо заплатить долг в долларах или евро. Однако СПЗ можно обменять на доллары у других участников, которые не возражают получить СПЗ. В МВФ есть внутренний департамент СПЗ, который обеспечивает эти обменные операции. Например, если у Австрии есть обязательства в швейцарских франках и она получила ассигнования в СПЗ, Австрия может договориться об обмене СПЗ на доллары с Китаем. Затем Австрия продаст доллары за швейцарские франки и использует эти франки для выполнения своих обязательств. Китай с радостью возьмет СПЗ за доллары как способ диверсифицировать резервы из долларов. В действительных обменах Китай приобрел эквивалент 1,24 млрд долл. в СПЗ сверх формальных ассигнований 30 апреля 2012 г.<sup>[228]</sup> Заместитель директора-распорядителя МВФ Мин Чжу уклончиво подытожил роль СПЗ в ликвидности, когда заявил: «Это фальшивые деньги, но это тот вид фальшивых денег, которые могут быть настоящими»<sup>[229]</sup>.

МВФ откровенен, когда дело доходит до цели выпуска СПЗ. Вся бреттон-вудская система, которая дала начало МВФ, была реакцией на депрессию и дефляцию 1930-х. Устав МВФ недвусмысленно затрагивает этот вопрос:

«Во всех своих решениях относительно ассигнования... специальных прав заимствования фонд намерен стремиться удовлетворять долгосрочные мировые потребности, если и когда они возникают, по дополнению существующих резервных активов таким образом, чтобы... избежать... дефляции...»<sup>[230]</sup>

Дефляция – это заклятый враг каждого центрального банка, потому что ее сложно преодолеть, невозможно обложить налогом и она делает государственный долг невозможным для оплаты, увеличивая его реальную стоимость. В недвусмысленном заявлении о цели предотвращать дефляцию деятельность МВФ согласуется с другими центральными банками.

При многонациональном лидерстве, балансе с использованием заемных средств и СПЗ МВФ готов воплотить свое видение единого мира, единого банка и единой валюты и исполнить свою намеченную роль

Всемирного центрального банка. Когда грянет следующий мировой кризис ликвидности, он потрясет стабильность международной денежной системы до основания; он также может стать катализатором реализации видения МВФ. СПЗ – это первоочередной претендент на трон доллара.

## Глава 9. Золото возроденное

Золото и серебро – это единственные вещества, которые были и продолжают быть универсальной валютой цивилизованных государств. Нет необходимости перечислять хорошо известные свойства, которые сделали их наиболее подходящими в качестве общего средства обмена. Они использовались... с самых ранних времен... И когда мы видим, что нации, различающиеся по языкам, религии, обычаям и практически во всех вопросах, допускающие разногласия, оказались на протяжении периода почти в четыре тысячи лет согласными в одном отношении; и что золото и серебро непрерывно до наших дней продолжают быть универсальной валютой торгового и цивилизованного мира, можно с уверенностью сделать вывод, что они были сочтены превосходящими любые другие вещества в этом постоянстве стоимости...<sup>[231]</sup>

Альберт Галлатин, дольше всех проживший на посту министра финансов США (1801-1814), «Размышления о валюте и банковской системе Соединенных Штатов» (Considerations on the Currency and Banking System of the United States). 1831 г.

Если золотой стандарт собирается вступить в силу, необходимо зафиксировать цену золота и по-настоящему упорствовать в этом вопросе... Технически справиться со введением золотого стандарта, старорежимного золотого стандарта, и придется заменить все доллары в руках всех иностранцев на золото, божже, цена... золота должна быть исключительно высокой<sup>[232]</sup>.

Пол Волкер, бывший председатель правления Федеральной резервной системы. 15 октября



2012 г.

*Деньги – это золото, и больше ничего*<sup>[233]</sup>.

*Дж. П. Морган. 1912 г.*

## **Факты о золоте, мифы о золоте**

Содержательная дискуссия о золоте так же редка, как и сам этот металл. Эта тема, кажется, слишком насыщена эмоциями, чтобы допускать много рациональных рассуждений. С одной стороны, противники роли золота в международной денежной системе в попытках поднять на смех и проигнорировать эту тему, вероятно, прибегнут к нападениям *ad hominem*<sup>[234]</sup> и экономическому анализу. Колонка хорошо известного экономиста в 2013 г. использовала слова «параноики», «подверженные страху», «ультраправое крыло» и «фанатики» для описания инвесторов в золото, пробегая по банальному списку предполагаемых возражений, которые не выдерживают серьезного рассмотрения<sup>[235]</sup>.

С другой стороны, многие так называемые «золотые жуки» больше не выбирают выражений в своих обвинениях, что хранилища Форт-Нокса пусты, золото давно перевезено в миллиарды банков, таких как J. P. Morgan, и заменено на заполненные вольфрамом аналоги. Утверждается, что это мошенничество – часть масштабной, длящейся не одно десятилетие схемы замалчивания цены, призванной лишить инвесторов в золото выгод их предвидения и отказать золоту в должном месте в денежном пространстве.

Обоснованные опасения касательно использования золота в сочетании с дискреционной денежно-кредитной политикой действительно существуют, конечно, и есть свидетельства вторжения правительства на рынки золота. И то, и другое свидетельствует в пользу изучения вопроса, которое позволит отделить факты от фантазий. Понимание реальной роли золота в денежной системе требует доверия к истории, а не истеричности; анализ должен основываться скорее на очевидных данных и обоснованных умозаключениях, чем на обвинениях и догадках. Когда по вопросу золота будет высказана уточненная точка зрения, правда окажется более интересной, чем могут уверить и ненавистники золота, и «золотые жуки».

\* \* \*



Говорят, что лорд Натан Ротшильд, миллиардный брокер Банка Англии и глава легендарного лондонского банка N. M. Rothschild & Sons, как-то заметил: «Я знаю только двух людей, которые в действительности понимают ценность золота – это малоизвестный служащий подвального хранилища Banque de Paris и один из директоров Банка Англии. К несчастью, они не сходятся во взглядах»<sup>[236]</sup>. Этот комментарий отражает скудность аргументированных точек зрения и неопределенность, нагнетаемую в дискуссию о золоте.

На самом базовом уровне золото – это химический элемент с атомным номером 79, содержащийся в руде, иногда самородками, в небольшом количестве, внутри или на поверхности земной коры. Тот факт, что золото – это химический элемент, важен, потому что это означает, что чистое золото имеет единую степень чистоты и качество во все времена и во всех местах. Многие сырьевые товары, такие как нефть, кукуруза или пшеница, имеют разную степень чистоты, большую и меньшую загрязненность, что отражается на цене. Если оставить в стороне сплавы и неочищенную продукцию, чистое золото везде одно и то же.

Из-за своей чистоты, единообразия, редкости и ковкости золото – это деньги *nonpareil*. Золото остается деньгами как минимум 4000 лет, возможно, значительно дольше. «Книга Бытия» говорит о патриархе Аврааме, что он был «...очень богат скотом, и серебром, и золотом». Царь Крез отчеканил первые золотые монеты в Лидии, современной Турции, в VI в. до н. э. Закон о чеканке монет в США в 1792 г., утвержденный всего через три года после того, как вступила в силу конституция США, уполномочил вновь учрежденный Монетный двор США производить монеты из чистого золота, называемые «орел», «пол-орла» и «четверть орла». Его долгая история не означает, что золото должно использоваться как деньги в наши дни. Но это значит, что каждый, кто отвергает золото как деньги, должен чувствовать, что обладает мудростью большей, чем Библия, античный мир и отцы-основатели вместе взятые.

Чтобы понять золото, полезно знать, чем золото *не* является. Золотой биржевой инвестиционный фонд, зарегистрированный на Нью-Йоркской фондовой бирже, – это не золото. Срочные контракты на золото, заключаемые на специализированном фьючерсном рынке COMEX CME Group, – это не золото. Форвардный контракт, предлагаемый банком Лондонской ассоциации участников рынка драгоценных металлов (LBMA), – это не золото. Эти и многие другие финансовые инструменты – это сделки, которые предлагают ценовые обязательства по золоту и являются частью системы, с которой ассоциируется физическое золото, но это

сделки, а не золото.

Сделки, основанные на золоте, имеют много рисков, не присущих золоту самому по себе, начиная с возможности того, что стороны могут не выполнить своих обязательств. Биржи, где регистрируются сделки с золотом, могут быть закрыты в результате паники, войн, терактов, ураганов и других форс-мажорных обстоятельств. Ураган «Сэнди» в 2012 г. и атака 11 сентября на Всемирный торговый центр – это два недавних случая, когда Нью-Йоркская фондовая биржа была закрыта. Правила биржи также могут неожиданно измениться, как это случилось с COMEX в 1980 г., в ходе того как братья Хант пытались монополизировать рынок серебра. Банки могут заявить о *force majeure*, чтобы расторгнуть контракты и производить расчеты наличными, а не слитками. Вдобавок правительства могут использовать распоряжения для аннулирования неисполненных контрактов. Отключения электроэнергии и проблемы базовой интернет-сети могут выразиться в невозможности ликвидировать или заключить биржевую сделку. Изменения в биржевых маржевых требованиях могут послужить толчком для вынужденных ликвидаций, что перерастет в панические продажи. Ни одно из этих происшествий не повлияет на владельца физического золота в слитках.

Непосредственное обладание физическим золотом, без обеспечения или залога, хранящегося за пределами банковской системы, – это единственная форма золота, которая является настоящими деньгами, поскольку все другие формы – это просто условные платежные требования на золото.

*Золото – это не товар.* Причина того, что золото – это не товар, в том, что оно не потребляется и не преобразовывается во что-то другое; это просто золото. Им торгуют на товарных биржах, и многие участники рынка воспринимают его как товар, но оно им не является. Экономисты столь разные, как Адам Смит и Карл Маркс, определяли товары в целом как недифференцированные продукты, производимые для удовлетворения различных нужд и потребностей. Нефть, пшеница, кукуруза, алюминий, медь и бесчисленные другие истинные товары удовлетворяют данному определению. Товары либо потребляются, как еда или энергоносители, либо служат в качестве ресурса для производства других продуктов, в которых есть нужда для потребления. Напротив, золото почти не имеет промышленного использования и ни в какой форме не является ни продуктом питания, ни энергоносителем. Это правда, что золота желает практически все человечество, но его желают как денег в роли средства накопления, а не для какой-то другой цели. Даже украшения – это не

предмет потребления, хотя считаются таковым, потому что золотые украшения – это декоративное богатство, форма денег, в которой их можно носить.

*Золото – это не инвестиции.* Инвестиции включают превращение денег в инструмент, который предусматривает и риск, и доход. Настоящие деньги, такие как золото, не имеют дохода, потому что лишены риска. Самый простой способ понять эту мысль – это вынуть долларовую банкноту из бумажника или кошелька и посмотреть на нее. У долларовой банкноты нет дохода. Чтобы получить доход, необходимо превратить деньги в инвестиции и рискнуть. Инвестор, который кладет свои долларовые банкноты в банк в качестве вклада, может затем получить доход, но это доход не от денег, а от банковского вклада. Риски по вкладам могут быть низкими, но они не нулевые. Есть риск изменения стоимости долгового обязательства, если вклад размещен на фиксированный период времени. Есть риск неплатежа по займу, если банк обанкротится. Страхование банковских вкладов может уменьшить риск банкротства банка, но всегда есть возможность того, что страховой фонд окажется неплатежеспособным. Те, кто считает, что риски по банковским вкладам остались в прошлом, должны принять во внимание случай с Кипром в марте 2013 г., когда определенные банковские вклады были принудительно превращены в облигации, выпущенные банком, после того как была отвергнута более ранняя схема конфискации вкладов через налогообложение. Это превращение вкладов в акционерный капитал для финансовой помощи неплатежеспособным банкам благосклонно рассматривалось в Европе и США как основа будущего антикризисного банковского управления.

Есть бесчисленное множество способов получить доход, пойдя на риск. Акции, облигации, недвижимость, хеджевые фонды и многие другие объединенные способы – все это инвестиции, которые включают в себя и риск, и прибыль. Целая отрасль экономической науки, особенно теория оценки опционов, основана на ошибочном предположении, что краткосрочные казначейские векселя – это «безрисковые» инвестиции. В действительности недавнее понижение кредитного рейтинга США ниже уровня AAA, увеличивающееся соотношение госдолга США к ВВП и продолжающаяся дисфункциональность конгресса касательно законопроекта о верхней границе государственного долга – все они показывают, что ярлык безрисковости – это миф.

Золото не содержит ни одного из рисков, характерных для этих инвестиций. У золота нет риска изменения стоимости долгового

обязательства, поскольку нет даты в будущем, когда золото перейдет в категорию золота, оно изначально золото. Золото лишено риска банкротства партнера, потому что оно – имущество держателя, но оно не является ничьим больше денежным обязательством. Никто не «выпускает» золото тем способом, каким выпускают банкноты; это просто золото. Будучи в вашем владении, золото лишено рисков, имеющих отношение к погашению или ликвидации. Банки могут терпеть банкротства, биржи могут закрыться, и мир может быть утрачен, но эти события не имеют влияния на фактическую стоимость золота. Вот почему золото – это по-настоящему безрисковый актив.

Неразбериха относительно роли золота возникает, потому что его обычно считают инвестицией и так о нем пишут в финансовых СМИ. Ни дня не проходит без того, чтобы финансовый журналист не информировал читателей о том, что золото сегодня «выросло» или «упало», и относительно цены золота в долларах за унцию это соответствует действительности. Но чья стоимость колеблется, золота или доллара? В день, когда сообщается, что золото «выросло» на 3,3 % с 1500 до 1550 долл. за унцию, будет так же правильно считать золото константой и сообщать, что доллар «упал» с 1/1500 до 1/1550 унции золота. Другими словами, на один доллар можно купить меньше золота, так что доллар упал. Это подчеркивает роль *numeraire*<sup>[237]</sup>, или расчетной единицы, которая является частью стандартного определения денег. Если золото – это *numeraire*, тогда более правильно будет считать волатильными активами доллар или другие виды валюты, а не золото.

Этот вопрос *numeraire* также можно проиллюстрировать следующим примером, включающим валюты. Предположим, что в некоторый биржевой день цена золота в долларах изменилась с 1500 до 1495 долл. за унцию, *снизилась* на 0,3 %, и в этот же день обменный курс иены к доллару изменился со 100 до 110 иен. Если перевести иены в доллары, видно, что цена золота в иенах изменилась со 150 000 (1500 долл. x 100) до 164 450 (1495 долл. x 110) иен, то есть *увеличилась* на 9,6 %. В *один и тот же* биржевой день золото *упало* на 0,3 % в долларах, но *выросло* на 9,6 % в иенах. Упало или выросло золото? Если вы считаете золото единственной формой денег в мире, тогда золото упало в цене, но если считать золото *numeraire*, или денежным стандартом, то более точно сказать, что золото было постоянной величиной, доллар вырос по отношению к золоту, а иена по отношению к нему упала. Эта унифицированная формулировка разрешает противоречие о том, растет золото или падает; оно не делает ни того, ни другого, вместо этого меняются курсы валют. Она также

иллюстрирует тот факт, что ценность золота фактическая, а не просто функция от стоимости мировых валют. Это именно валюты нестабильны и лишены фактической ценности.

Если золото – это ни инвестиция, ни товар, если оно не является договорными отношениями и не имеет доходности, потому что не имеет риска, тогда *что же оно такое?* Легендарный банкир Дж. П. Морган сказал об этом лучше всех. «Золото – это деньги, и больше ничего».

Хотя золото было деньгами для Дж. П. Моргана – и всех остальных – 4000 лет, оно внезапно перестало быть деньгами в 1974 г., как минимум согласно Международному валютному фонду. Президент Никсон закончил конвертируемость доллара в золото иностранными центральными банками в 1971 г., но только в 1974 г. специальный комитет МВФ по реформам по настоянию Соединенных Штатов официально рекомендовал изъятие золота из оборота и расширение применения СПЗ в функционировании международной денежной системы<sup>[238]</sup>. С 1975-го по 1980 гг. Соединенные Штаты упорно работали над сокращением денежной роли золота, проводя масштабные золотые аукционы из официальных запасов США. Только в 1979 г. США выбросили на рынок 412 т золота в попытке сбить цену и приуменьшить важность золота<sup>[239]</sup>. Эти попытки в конечном счете провалились. Рыночная цена на золото быстро взлетела до 800 долл. за унцию в январе 1980 г. С того момента значительных официальных продаж золота США не было.

Разжалование золота как денежного актива США и МВФ в конце 1970-х значит, что на протяжении почти двух поколений в ведущих вузах в учебных планах по экономике не было серьезного изучения золота. Золото могли преподавать на определенных лекциях по истории, и есть много экспертов по золоту, являющихся самоучками, но любой экономист, рожденный после 1952 г., практически наверняка не имел формального обучения по использованию золота для монетарных целей. Результатом стало скопление мифов о золоте вместо серьезного анализа.

Первый миф состоит в том, что золото не может образовывать основу современной денежной системы, потому что *не существует достаточного количества золота* для поддержки требования мировой торговли и финансов. Этот миф очевидно лжив, но он цитируется так часто, что его лживость заслуживает контраргументации.

Совокупное мировое предложение сегодня, за исключением запасов в почве, примерно 163 000 т<sup>[240]</sup>. Доля этого золота, которой владеют официальные организации, такие как центральные банки, национальные

казначейства или МВФ, – 31 868,8 т. Если использовать цену 1500 долл. за унцию, официальное золото в мире имеет рыночную ценность 1,7 трлн долл. Например, денежная масса только одних США, если использовать показатель М1 Федеральной резервной системы, в конце июня составляла 2,5 трлн долл. Более крупная денежная масса ФРС М2 в тот же период составляла 10,6 трлн долл. Объединение этой суммы с денежными массами ЕЦБ, Банка Японии и Народного банка Китая дает значение всемирной денежной массы в четырех крупных экономических зонах 20 трлн долл. для М1 и 48 трлн долл. для М2<sup>[241]</sup>. Если бы всемирная денежная масса была ограничена до 1,7 трлн долл. золота вместо 48 трлн долл. бумажных денег по М2, результатом стала бы катастрофическая дефляция, приводящая к жестокой депрессии.

Проблема в этом сценарии – это не количество золота, а *цена*. Есть достаточно товара по справедливой цене. Если бы золото стоило 17 500 долл. за унцию, официальный объем золота был бы примерно равен денежной массе М1 в Еврозоне, Японии, Китае и США вместе взятых. Дело не в том, чтобы предсказать цену золота или предвосхитить золотой стандарт, но только в том, чтобы проиллюстрировать, что *количество* золота никогда не может быть препятствием для золотого стандарта, при условии что его *цена* соответствует заданной денежной массе.

Второй миф – это то, что золото не может использоваться в денежной системе, потому что *золото стало причиной Великой депрессии* в 1930-х гг. и поспособствовало ее продолжительности и тяжести. Этот миф наполовину правдив, но в этой полуправде масса путаницы. Великой депрессии, обычно датируемой 1929-1940 гг., предшествовало принятие «золотовалютного стандарта», который поэтапно внедрялся с 1922-го по 1925 гг. и с огромными трудностями просуществовал до 1939 г. Золотовалютный стандарт был принципиально согласован на Генуэзской конференции в 1922 г., но систематические шаги к его внедрению были оставлены для разработки странами-участницами в следующие годы.

Как подразумевает название, золотовалютный стандарт был не чистым золотым стандартом того вида, что существовал с 1870-го по 1914 гг. Это был гибрид, в котором выступать в качестве резервов и использоваться для любых балансовых расчетов могли как *золото*, так и иностранная *валюта*, преимущественно доллары США, фунты стерлингов Великобритании и французские франки. После Первой мировой войны граждане большинства важных экономик больше не имели при себе золотых монет, как было до 1914 г.

Теоретически валютные резервы страны подлежали погашению

золотом, когда держатель предъявлял их выпустившей стране. Граждане также могли обладать золотом. Но международные погашения кредита по определению редки, а обладание гражданами физическим золотом сводилось к крупным слиткам, которые по большей части не подходят для ежедневных расчетов. Идея состояла в том, чтобы создать золотой стандарт, но иметь в обращении как можно меньше золота. Доступное золото должно было оставаться в основном в сейфах Федерального резервного банка Нью-Йорка, Банка Англии и Banque de France, в то время как граждане привыкали к использованию бумажных банкнот вместо золотых монет, а банкиры центробанков учились принимать расписки торговых партнеров вместо того, чтобы требовать слитки. Золотовалютный стандарт был в лучшем случае бледным подобием настоящего золотого стандарта, а в худшем – масштабным жульничеством.

Что важнее всего, государствам приходилось выбирать курс перевода между своей валютой и золотом, а затем придерживаться этого соотношения по мере развития новой системы. Принимая во внимание увеличение обширной денежной массы бумажных денег, которое возникло в ходе Первой мировой войны с 1914-го по 1918 гг., большинство стран-участниц выбрали стоимость своей валюты, которая была значительно ниже довоенного соотношения. В действительности они девальвировали свои валюты к золоту и вернулись к золотому стандарту по новому, гораздо более низкому обменному курсу. Эту политику осуществляли Франция, Бельгия, Италия и другие участники того, что позднее стало известно как Золотой блок. США вступили в войну позже, чем европейские силы, и их экономика меньше пострадала. США также получили крупные входящие потоки золота в ходе войны, и в результате у страны не было трудностей с сохранением предвоенного валютного курса золота 20,67 долл. за унцию. После девальваций в Золотом блоке и при том, что США не испытывали затруднений, будущий успех золотовалютного стандарта зависел от определения курса перевода фунта стерлингов Великобритании.

Великобритания под руководством министра финансов Уинстона Черчилля решила вернуть соотношение стерлинга к золоту к довоенному эквиваленту 4,86 фунтов стерлингов за унцию. Это было сделано, потому что Черчилль одновременно чувствовал себя обязанным обеспечить банкноты Банка Англии металлическим покрытием по их первоначальной стоимости, но также по прагматическим причинам, имевшим отношение к сохранению позиции Лондона как надежного прочного денежного центра мирового финансового дела<sup>[242]</sup>.

С учетом большого количества денег, напечатанных Банком Англии



для финансирования войны, этот обменный курс в большой степени превышал стоимость фунта и вызвал резкое уменьшение денежной массы с целью возврата к старому соотношению. Валютный курс, эквивалентный 7,50 фунтов стерлингов за унцию, был бы более реалистичной привязкой и поставил бы Великобританию в конкурентную торговую позицию. Вместо этого переоценивание фунта стерлингов ударило по торговле Великобритании и вызвало дефляционное сокращение зарплат для рабочей силы Великобритании в соответствии уровню внешних и внутренних цен – процесс, сходный со структурными настройками, которые сейчас испытывают Греция и Испания. В результате экономика Великобритании к 1926 г. была в депрессии, за несколько лет до привычной даты 1929 г., ассоциируемой с Великой депрессией и падением рынка акций США.

При переоцененном фунте и неблагоприятном соотношении внешних и внутренних цен золото Великобритании начало утекать в США и Францию. Верным решением США было бы облегчение кредитно-денежной политики, контролируемое Федеральной резервной системой, и допущение в США более высокой инфляции, которая обратила бы соотношение внешних и внутренних цен в преимущество Великобритании и дала британской экономике толчок к развитию. Вместо этого ФРС вела жесткую денежную политику, которая поспособствовала крушению рынка в 1929 г. и помогла спровоцировать Великую депрессию. К 1931 г. давление на переоцененный фунт стало настолько жестким, что Великобритания отменила валютный паритет 1925 г. и девальвировала стерлинг. Это сделало доллар наиболее переоцененной из ведущих валют мира, ситуация улучшилась в 1933 г., когда США также осуществили девальвацию с 20,67 до 35,00 долл. за унцию золота, сделав доллар дешевле, чтобы компенсировать действие девальвации стерлинга двумя годами раньше.

Ход событий с 1922-го по 1933 гг. показывает, что Великая депрессия была вызвана скорее не *золотом*, а *дискреционной политикой центральных банков*. Золотовалютный стандарт был в корне неверен, потому что не принимал в расчет стоимость золота на свободном рынке. Банк Англии переоценил стерлинг в 1925 г. Федеральная резервная система вела чрезмерно жесткую денежную политику в 1927 г. Эти проблемы не имеют никакого отношения к золоту *per se* <sup>[243]</sup>, но зато имеют к *цене* на золото, которой манипулировали и искажали центральные банки. Золотовалютный стандарт действительно внес вклад в Великую депрессию, потому что это не был настоящий золотой стандарт. Это был неудачно созданный гибрид, которым манипулировали и плохо управляли посредством дискреционной денежной политики, проводимой центральными банками, в особенности



Великобритании и США. Великая депрессия – это не аргумент против золота, это поучительная история о некомпетентности центральных банков и опасностях игнорирования рынка.

Третий миф заключается в том, что *золото вызвало панику на рынке* и современные экономики более устойчивы, когда избегают золота, а центральные банки используют денежные инструменты, чтобы смягчить периодическую панику. Этот миф – один из любимчиков экономиста Пола Кругмана, и он повторяет его наизусть *ad nauseam*<sup>[244]</sup> в своих работах против золота и за инфляцию<sup>[245]</sup>.

В действительности при золотом стандарте паника и вправду возникает, и паника *также* возникает при его отсутствии. Кругман любит повторять список паник, возникших во время классического золотого стандарта и золотовалютного стандарта, который включает рыночные паники или крахи 1873, 1884, 1890, 1893, 1907 гг. и Великую депрессию. Достаточно правомерно. Но паники также возникали в отсутствие золотого стандарта. Примеры включают крушение рынка акций в 1987 г., когда индекс Доу – Джонса за один день упал более чем на 22 %, крах мексиканского песо в 1994 г., долговременную панику фондового рынка в Азии и России 1997-1998 гг., крах акций технологических компаний 2000 г., крах рынка недвижимости в 2007 г. и финансовую панику Lehman-AIG 2008 г.

Золото не предотвращает и не вызывает паники. Панику вызывают чрезмерное использование кредитов и самонадеянность, за которыми следует внезапная утрата доверия и безумная драка за ликвидность. Паники характеризуются быстрым снижением стоимости активов, маржевыми требованиями от кредиторов, сбрасыванием активов для получения наличных и циклом положительной обратной связи, в котором увеличение продаж активов вызывает дальнейшие снижения расценок, за чем следуют все больше и больше маржевых требований и продаж активов. Этот процесс со временем истощает себя посредством банкротств, помощи от кредитоспособных сторон, вмешательством государства или совмещением всех трех. Паники – это порождение человеческой природы, и маятник колеблется между страхом и жадностью обратно к страху. Паники не исчезнут. Дело в том, что паники не имеют ничего или почти ничего общего с золотом.

В действительности золотые стандарты хорошо работали в прошлом и остаются полностью экономически целесообразными сегодня. Однако в процессе создания любого золотого стандарта возникают пугающие

вопросы. Разработка золотого стандарта трудна и интересна в том же смысле, что и создание самолета или цифрового процессора могут быть трудны и интересны; есть хорошее проектирование и плохое. Есть технические вопросы, заслуживающие серьезного изучения, и иллюзорные вопросы, которые его не заслуживают. В мире достаточно золота, это лишь вопрос цены. Золото не вызвало Великую депрессию, ее вызвали просчеты политики центральных банков. Паники – это не результат золота, они – результат человеческой природы и дешевого кредита. Развенчание этих мифов – путь к настоящему обсуждению аргументов за и против золота.

## **Драка за золото**

Пока теоретики и ученые обсуждают преимущества золота как денежного стандарта, центральные банки прошли стадию обсуждения. Для них дискуссия закончена: золото – это деньги. В наши дни центральные банки приобретают золото как резервные активы в темпе, невиданном с начала 1970-х, и эта драка за золото имеет глубокие последствия для будущей роли любой валюты, особенно доллара США.

Факты говорят сами за себя и требуют минимальной обработки<sup>[246]</sup>. Центральные банки и другие официальные организации, такие как МВФ, были чистыми продавцами золота каждый год с 2002-го по 2009 г., хотя продажи в то время резко упали, с более чем 500 т в 2002 г. до менее чем 50 т в 2009 г. Начиная с 2010 г. центральные банки стали чистыми покупателями, и приобретение резко выросло с менее чем 100 т в 2010 г. до более чем 500 т в 2012 г. В десятилетний промежуток времени с 2002-го по 2012 г. смена с чистых продаж до чистых покупок составила свыше 1000 т в год; объем, превышающий треть мировой ежегодной добычи. Все больше золота отправляется из шахт напрямую в сейфы центробанков.

Таблица 1 показывает увеличение золотых резервов для избранных стран с I квартала 2004 г. по I квартал 2013 г. в метрических тоннах.

Страна	I квартал 2004 г., мт	I квартал 2013 г., мт	Изменение, %
Аргентина	28,61	61,74	+ 216
Беларусь	12,44	49,29	+ 396
Китай	599,98	1054,09	+ 176
Индия	357,75	557,75	+ 156
Казахстан	54,70	122,89	+ 225
Корея	14,05	104,44	+ 743
Лаос	3,64	8,88	+ 244
Мексика	6,80	124,24	+ 2,043
Россия	389,79	981,62	+ 252
Таиланд	80,87	152,41	+ 188
Турция	116,10	408,86	+ 352
Украина	19,60	36,08	+ 184
Итого	1684,33	3662,29	+ 217

Все эти крупные центральные банки-покупатели находятся в Азии, Латинской Америке и Восточной Европе. За этот же период с 2004-го по 2013 г. западные центральные банки были чистыми продавцами золота, хотя такие продажи резко прекратились в 2009 г. С того момента развивающимся экономикам приходится покупать золото с добычи руды, переработки золотого лома или на открытом рынке, включая продажу более 400 т МВФ в конце 2009 г. и начале 2010 г. Принимая во внимание все национальные центральные банки, исключая МВФ, официальные золотые резервы увеличились на 1481 т с IV квартала 2009 г. по I квартал 2013 г., рост на 5,4 %. Центральные банки стали существенными покупателями золота, и оно движется с запада на восток.

Все эти статистические данные должны приводиться с оговоркой на любопытный случай Китая. Китай сообщал о сальдо золотого резерва в размере 395 т на протяжении более чем 20 лет с 1980-го до конца 2001 г. Затем сообщаемый размер сальдо внезапно подскочил до 500 т, где и оставался в течение года, затем снова подскочил до 600 т в конце 2002 г., где и оставался более 6 лет. Наконец сообщаемый размер сальдо был в апреле 2009 г. увеличен до 1054 т, где и оставался более 4 лет до начала 2014 г. Официально Китай сообщил о серии стремительных повышений размера золотого запаса на 105 т в 2001 г., 100 т в 2002 г. и 454 т в 2009 г.

Увеличения такого уровня невозможно провести в рамках разовой сделки, за исключением сделки по предварительному соглашению между двумя центральными банками или МВФ. Ни о какой подобной продаже по предварительной договоренности центральным банком или МВФ Китая не сообщалось, и также не сообщалось о том, что активы центрального банка или МВФ демонстрировали необходимое стремительное сокращение в подходящее время, которое бы согласовывалось с таким повышением в Китае<sup>[247]</sup>. Неизбежно заключение, что Китай в действительности за долгие периоды времени аккумулирует золото в меньших количествах и сообщает об изменениях на крупную сумму на нерегулярной основе.

Это скрытная программа постепенного приобретения золота совершенно логична. Физическое золото легко реализуемо в том смысле, что оно может быть сразу же куплено или продано, но оно также вяло обращается, а его цена колеблется. Крупные покупатели на любых вяло обращающихся рынках пытаются скрыть свои намерения, чтобы избежать рыночного влияния, в котором банковские дилеры изменяют цену в противовес покупателю в ожидании крупных неэластичных заказов на покупку.

Китай минимизирует рыночное влияние на свою программу приобретения, используя секретных агентов и прямые покупки с шахт. Агенты в основном находятся в здании штаб-квартиры HSBC на Квинс-роуд-сентрал в Гонконге и в шанхайском филиале банка ANZ, хотя сеть агентов-закупщиков распространена по всему миру<sup>[248]</sup>. Эти агенты размещают заказы на покупку партий золота промышленного размера в несколько тонн каждый у брокеров и лондонских банков по операциям с драгоценными металлами. Подлинная личность покупателя не раскрывается. Золото оплачивается одним из китайских государственных фондов благосостояния, Государственным валютным управлением, которым управляет бывший трейдер облигаций PIMCO Чжу Чанхун. Приобретенное золото переправляется авиатранспортом в защищенные хранилища Шанхая. Агенты в высшей степени дисциплинированы и терпеливы в своей покупательской активности и, как правило, «берут на откатах» в рыночной цене, как указано на нью-йоркской бирже COMEX. В шедевральном знании рынка Китай приобрел 600 т золота напрямую с монетного двора австралийского Перта примерно по временной минимальной цене 1200 долл. за унцию, достигнутой в резком падении цен с апреля по июль 2013 г.<sup>[249]</sup> Частично в результате этой крупномасштабной тайной операции в добавление к более традиционным коммерческим

приобретениям, Китай в 2012 и 2013 гг. импортировал, как оценивается, примерно 1000 т золота ежегодно.<sup>[250]</sup>

Прямое приобретение Китаем золотой руды осуществляется в первую очередь с золотых шахт, расположенных в Китае, но быстро расширяется, включая недавно приобретенные шахты в Южной Африке и Западной Австралии. Еще только в 2001 г. Китай добывал менее 200 т в год из собственных шахт. Объем производства уверенно увеличился с 2001-го по 2005 г. и затем резко вырос в 2006 г., так что к 2007 г. Китай обогнал Южную Африку как крупнейший мировой производитель золота и с того момента сохраняет эту позицию. К 2012 г. Китай производил более 370 т в год, почти 14 % общемировой добычи руды<sup>[251]</sup>. Золотая руда, добываемая в контролируемых Китаем шахтах, на территории Китая или где-либо еще, поступает на аффинажные заводы в Китае, Австралии, Южной Африке и Швейцарии, где из нее извлекается чистое золото, отливается в стандартные золотые слитки и отправляется в хранилища в Шанхае. Через эти туннели китайское золото минует лондонский рынок, минимизируя рыночное влияние и сохраняя точный размер золотого запаса Китая как государственную тайну.

Сочетание внутренней золотой горной выработки и импорта из-за рубежа означает, что Китай увеличил свои внутренние золотые запасы, государственные и частные, примерно на 4500 т с момента последнего официального обновления информации о золотых резервах центрального банка в 2009 г. Для наблюдателей за пределами китайского правительства невозможно точно оценить, сколько от этого увеличения ожидает добавления к официальным резервам на дату следующего объявления и сколько предназначено для внутреннего китайского спроса покупателей на ювелирные изделия, слитки и монеты. Хорошо известно, что жители Китая – страстные потребители золота, по причинам как сохранения благосостояния, так и удобного способа вывоза капитала за рубеж. Золото продается в различных видах в тысячах филиалов банков и бутиков по всему Китаю.

В отсутствие лучших данных первое приближение – это то, что половина увеличения золота Китая с 2009 г. пошла на внутреннее потребление, а половина, или 2250 т, была тайно добавлена к официальным резервам. Если эта приблизительная оценка верна, тогда официальный золотой резерв Китая на начало 2014 г. – это не те 1054 т, о которых было сообщено, а вместо этого ближе к 3300 т. При сохранении нынешнего темпа горной выработки и импорта и принимая, что половина имеющегося

золота поступает в официальный резерв, Китай добавит в течение 2014 г. к своим ожидающимся резервам еще 700 т, что выведет общие золотые резервы Китая к началу 2015 г. на 4000 т. Китай ждал более 6 лет, с конца 2002-го до начала 2009 г., до того как публично сообщить о последнем увеличении официальных резервов. Если Китай повторит этот ход, следующего обновления данных о золотом резерве можно ожидать в 2015 г.

Сообщение Китая в 2015 г. о том, что он обладает 4000 т золота в официальном резерве, скомпрометирует взгляды ученых мужей и экономистов на то, что золото – это не денежный актив. С 4000 т Китай превзойдет Францию, Италию, Германию и МВФ в рядах крупнейших мировых держателей золота и уступит только Соединенным Штатам. Это будет согласовываться со статусом Китая как второй крупнейшей экономики мира.

Тайное приобретение золота Китаем резко контрастирует с куда более прозрачной деятельностью России по увеличению золотых резервов. За 9 лет с начала 2004-го по конец 2013 г. золотые резервы России увеличились более чем на 250 % с примерно 390 т до более чем 1000 т. В отличие от Китая российские золотые резервы почти полностью достигнуты за счет внутренней добычи руды и не зависели от импорта. Россия – четвертый по величине в мире производитель золота с производительностью примерно 200 т в год<sup>[252]</sup>. Увеличение резерва России также осуществлялось с уверенным ростом примерно 5 т за месяц, о котором регулярно объявлялось на веб-сайте Центробанка России. Поскольку центральный банк не зависит от импорта или лондонского рынка драгоценных металлов в увеличении золотого запаса, Россия может себе позволить быть более прозрачной, чем Китай, потому что она менее подвержена ценовым манипуляциям и опережению лондонских банков по операциям с драгоценными металлами. Программа закупок России продолжается, и ее официальные золотые запасы должны превысить 1100 т в 2014 г. Резерв в 1100 т – это более 1/8 размера золотого резерва США, но российская экономика также составляет около 1/8 экономики США. Измеренные пропорционально размеру соответствующих экономик золотые резервы России выбиваются в лидеры по сравнению с Соединенными Штатами.

Драка за золото, выраженная в программах центральных банков Китая и России по закупке золота, также отражается в срочности, с которой центральные банки пытаются репатриировать золото из иностранных депозитариев в отечественные хранилища. За исключением золотого запаса США, почти половина официального золота мира хранится не в самой стране-обладателе, а в сейфах Федерального резервного банка Нью-Йорка

и Банка Англии в Лондоне. Хранилища Федерального резервного банка содержат примерно 6400 т золота, а хранилища Банка Англии – примерно 4500 т<sup>[253]</sup>. В хранилищах нью-йоркского Федерального резервного банка почти нет золота, принадлежащего Соединенным Штатам, а в Банке Англии Великобритании принадлежит менее 300 т золота. Золото США в основном хранится на двух военных базах США: в Форт-Ноксе в Кентукки и Уэст-Пойнте в Нью-Йорке, а небольшое количество находится на Монетном дворе США в Денвере (Колорадо). Федеральный резервный банк и Банк Англии вместе содержат около 10 600 т официального золота, принадлежащего Германии, Японии, Нидерландам, МВФ и другим крупным вкладчикам, а также многим более мелким вкладчикам со всего мира. Стороннее золото, хранящееся в Федеральном резервном банке и Банке Англии, составляет 33 % официального золота мира.

Эта концентрация официального золота в Нью-Йорке и Лондоне – по большей части наследие различных золотых стандартов, которые время от времени существовали с 1870-го до 1971 г. Когда золото использовалось для расчетов по платежным балансам между странами, было легче держать его в финансовых центрах, таких как Нью-Йорк и Лондон, и затем по необходимости переуступать право собственности, а не перевозить металл по миру. Сегодня расчеты по платежным балансам производятся преимущественно в долларах и евро, а не в золоте, так что обоснование крупных финансовых центров для золота более неприменимо.

Централизованные золотые запасы – это также наследие холодной войны (1946-1991), когда Германия считала более надежным хранить свое золото в Нью-Йорке, чем рисковать конфискацией его советскими вооруженными подразделениями, окружавшими Берлин. Сейчас риски конфискации золота Германией Соединенными Штатами в случае кризиса финансовой системы значительно выше, чем риски конфискации в результате вторжения России. Для таких стран, как Германия, больше нет уважительной причины держать золото в Нью-Йорке или Лондоне, и в том, чтобы это делать, есть значительные риски. Если США или Великобритания внезапно сочтут необходимым конфисковать иностранное золото, чтобы защитить свою бумажную валюту в ходе кризиса, оно будет передано от первоначальных обладателей во владение США или Великобритании.

В результате этих изменившихся обстоятельств и увеличившихся рисков страны – обладатели золота начали движение по репатриации своего золота. Первая значительная репатриация была инициирована Венесуэлой, которая сделала распоряжение Банку Англии вернуть 99 т из Лондона в



Каракас в августе 2011 г. Первые перевозки золота прошли в ноябре 2011 г., и по прибытии тогдашний президент Уго Чавес организовал торжественный проезд по улицам Каракаса заполненных золотом бронированных автомобилей под приветственные крики рядовых венесуэльцев.

Более крупная и значительная программа по репатриации золота была предпринята в Германии в 2013 г. Официальный золотой запас Германии – 3391 т, и на данный момент она второй по величине обладатель после Соединенных Штатов. В конце 2012 г. золото Германии размещалось следующим образом: 1051 т во Франкфурте, 1526 т в Нью-Йорке, 441 т в Лондоне и 374 т в Париже. 16 января 2013 г. Deutsche Bundesbank, центральный банк Германии, объявил о восьмилетнем плане репатриации всего золота из Парижа и 300 т золота из Нью-Йорка обратно во Франкфурт<sup>[254]</sup>. Золото в Лондоне будет оставлено на месте, и по завершении этого плана репатриации в декабре 2020 г. немецкое золото будет на 50 % во Франкфурте, на 37 % в Нью-Йорке и на 13 % в Лондоне.

Комментаторы быстро набросились на тот факт, что перемещение 300 т из Нью-Йорка во Франкфурт займет 8 лет, как на *prima facie*<sup>[255]</sup> свидетельство того, что в хранилищах Федерального резервного банка Нью-Йорка нет немецкого золота или ФРС была иным способом в финансовом замешательстве от этого требования. Но Deutsche Bundesbank не хочет, чтобы золото вернулось быстро. Он предпочитает, чтобы оно находилось в Нью-Йорке, где его можно более эффективно использовать для рыночных манипуляций. Deutsche Bundesbank не хотел требовать этого перемещения вообще, но на него оказали давление политические сторонники Ангелы Меркель, которую ждали перевыборы в сентябре 2013 г. Физическая безопасность золота Германии стала политическим вопросом в бундестаге, немецком парламенте. Объявленный план Deutsche Bundesbank был просто способом снять остроту политического вопроса, при этом по-прежнему оставляя большую часть золота Германии в Нью-Йорке. Даже после полной реализации плана в 2020 г. у Германии в Нью-Йорке все еще будет 1226 т, объем, больший, чем общие резервы многих стран мира. Для Deutsche Bundesbank удобнее, чтобы его золото находилось в Нью-Йорке, где его можно использовать в золотых свопах и сдаче золота в аренду как части деятельности центрального банка по манипулированию на рынках золота. Однако существенный объем золота направляется во Франкфурт, и это часть общемирового движения по репатриации золота.



То же самое популистское политическое давление, которое вынудило немецкий центральный банк репатриировать часть своего золота, также назрело в Швейцарии. В то время как центральные банки Китая, России и других стран рьяно покупают золото, Швейцария является одним из крупнейших его продавцов. В начале 2000 г. золотые резервы Швейцарии превышали 2590 т. Этот объем постепенно сокращался, по мере того как цена золота резко росла, и к концу 2008 г. Швейцария обладала только 1040 т, на 60 % меньше от объема восемью годами раньше. Швейцарские золотые резервы с того времени остались на прежнем уровне, в то время как цена золота существенно выросла с уровня 2008 г.

Швейцарский парламент резко отреагировал на эти масштабные продажи, несмотря на растущие цены. 20 сентября 2011 г. четыре члена швейцарского парламента во главе с Лузи Штаммом из Швейцарской народной партии представили законодательную инициативу, которая требовала хранения всего швейцарского золота в Швейцарии и лишения Швейцарского национального банка возможности продавать золото Швейцарии<sup>[256]</sup>. Она также предлагала, чтобы как минимум 20 % общих активов Швейцарского национального банка хранилось в форме золота. Последнее положение может в реальности потребовать приобретения Швейцарией еще большего количества драгоценных металлов, поскольку золото на июль 2013 г. составляло только 8,9 % общих резервов Швейцарии. 20 марта 2013 г. организаторы этой инициативы объявили о том, что собрали 100 000 подписей, требуемых, чтобы внести инициативу в бюллетень для голосования швейцарскими гражданами; это главная особенность швейцарской демократии. Точная дата швейцарского референдума по вопросу золота неизвестна, но он ожидается к 2015 г.

В 2003 г. Каспар Филлигер, тогдашний министр финансов Швейцарии, когда его спросили о местонахождении швейцарского золота, дал пресловутый ответ: «Я не знаю... не должен знать, и не хочу знать»<sup>[257]</sup>. Такое невежество, типичное для мировых финансовых элит, все более неприемлемо для граждан, которые видят, как их золотые резервы проматывают чиновники, действующие за закрытыми дверями в центральных банках и в таких анклавах, как МВФ и БМР. Это тот случай, когда действия официальных лиц Швейцарии стоили ее гражданам более 35 млрд долл. утраченного благосостояния по сравнению со стоимостью их резервов, если бы Швейцария сохранила свое золото.

Венесуэльцы, немцы и швейцарцы, возможно, самые значительные примеры движения за репатриацию золота, но они не одиноки в том, что

поднимают этот вопрос. В 2013 г. государственный фонд благосостояния Азербайджана, крупного экспортера энергоносителей, отдал распоряжение о перемещении своих золотых резервов из J. P. Morgan в Лондоне в Центральный банк Азербайджана в Баку. Вопрос репатриации золота также публично поднимался в 2013 г. в Мексике. В Нидерландах члены правоцентристской партии «Христианско-демократический призыв» и левой Социалистической партии направили петицию в Der Nederlandsche Bank, центральный банк Нидерландов, о репатриации 612 т его золота. Только 11 % голландского золота, или 67 т, находится действительно в Нидерландах. Остальное распределено: примерно 312 т в Нью-Йорке, 122 т в Канаде, а 110 т в Лондоне<sup>[258]</sup>. Когда тогдашнего президента Der Nederlandsche Bank Клааса Кнота в 2012 г. спросили о возможности того, что хранящееся в Нью-Йорке голландское золото будет конфисковано Соединенными Штатами, он ответил: «Мы регулярно сталкиваемся с экстратерриториальным действием законов Соединенных Штатов и обычно они не принимаются с готовностью в Европе...» Конечно, многие страны, такие как Россия, Китай и Иран, уже хранят свое золото дома и свободны от рисков конфискации.

Вопросы приобретения золота и репатриации золота центральными банками тесно связаны. Это две стороны более крупной картины того, что золото возвращает себе прежнюю роль ключа международной денежной системы. Крупнейшие владельцы золота не хотят признавать этого, поскольку они предпочитают имеющуюся в наличии систему бумажных денег. Более мелкие владельцы не хотят признавать этого, потому что хотят получить золото по привлекательной цене и избежать скачка цен, который станет результатом, когда драка за золото станет беспорядочной. Существует переплетение интересов тех, кто с пренебрежением относится к золоту, и тех, кто ценит его, и оно в том, чтобы на данный момент оставлять вопрос золота как денег закрытым. Но это не продлится долго, потому что мир становится свидетелем неотвратимого возвращения золота в сферу денежного обращения.

## **Золото возрожденное**

Существует немного более тенденциозных высказываний о золоте, чем утверждение *a priori*, что золотой стандарт сегодня не может существовать. В действительности хорошо продуманный золотой стандарт мог бы работать без нареканий, если бы существовала политическая воля на его

принятие и соблюдение не подверженных инфляции мер регулирования. Золотой стандарт – это идеальная денежная система для тех, кто создает благосостояние посредством мастерства, предпринимательства и усердной работы. Золотые стандарты не в чести у тех, кто не создает благосостояние, а вместо этого стремится извлечь богатство из других посредством инфляции, инсайдерской информации и рыночных манипуляций. Дебаты о золоте против фиатных денег – это на самом деле дебаты между предпринимателями и рантье.

Новый золотой стандарт имеет множество возможных вариантов построения и может быть эффективным в зависимости от выбранной схемы и условий, на которых он вводится. Классический золотой стандарт с 1870-го по 1914 гг. был чрезвычайно успешным и ассоциировался с периодом ценовой стабильности, высокого реального роста и великих изобретений. Напротив, золотовалютный стандарт с 1922-го по 1939 гг. оказался провальным и был фактором, способствующим Великой депрессии. Долларовый золотой стандарт с 1944-го по 1971 гг. был средне успешным в течение 20 лет, до того как был отменен ввиду необязательности его основного гаранта Соединенных Штатов. Эти три эпизода за последние 150 лет доказывают положение, что золотые стандарты существуют во многих формах и их успех или неудача обусловлены не золотом *per se*, а схемой системы и желанием участников соблюдать правила игры.

Размышление о новом золотом стандарте начинается с понимания, что старый золотой стандарт так и не был полностью забыт. Когда бреттонвудская система в августе 1971 г. разрушилась из-за отказа президента Никсона от обратимости в золото иностранными центральными банками, золотой стандарт не был немедленно заброшен. Вместо этого в декабре 1971 г. доллар девальвировал на 7,89 %, так что официальная цена золота увеличилась с 35 до 38 долл. за унцию. Доллар снова упал 12 февраля 1973 г. еще на 10 %, так что новая официальная цена золота составила 42,22 долл. за унцию; эта цена золота все еще остается официальной для определенных центральных банков, казначейства США и для целей отчетности МВФ, хотя она не имеет никакого отношения к куда более высокой рыночной цене. В этот период, 1971-1973 гг., международная денежная система, запинаясь, переходила к режиму плавающего валютного курса, который по-прежнему сегодня преобладает.

В 1972 г. МВФ созвал «Комитет двадцати» (С-20), состоящий из 20 стран-участниц, представленных в его правлении, чтобы обсудить реформу международной денежной системы. В июне 1974 г. С-20 выпустил отчет

«Краткое описание реформы» (Outline of Reform), который предлагал инструкции по новой системе плавающего курса и рекомендовал, чтобы СПЗ были преобразованы из обеспеченного золотом резервного актива в актив, привязанный к корзине бумажных валют. Рекомендации С-20 бурно обсуждались в МВФ в течение 1975 г., но в тот момент не были приняты. На встрече на Ямайке в январе 1976 г. МВФ инициировал значительные реформы в соответствии с отчетом С-20, которые были включены во Вторую поправку к уставу МВФ. Они вступили в силу 1 апреля 1978 г.

В международных монетарных дебатах от проекта С-20 в 1972 г. до Второй поправки в 1978 г. преобладало использование золота МВФ<sup>[259]</sup>. Соединенные Штаты хотели отказа от любой роли золота в международной финансовой системе. Казначейство США выбросило на рынок 300 т золота во время правления Картера, чтобы сбить цену и продемонстрировать незаинтересованность США. Тем временем Франция и Южная Африка настаивали на сохранении роли золота как международного резервного актива. Ямайский компромисс был путаницей, в результате которой 710 т золота МВФ было возвращено участникам, еще 710 т продано на рынке, а оставшиеся примерно 2800 т остались в МВФ. МВФ изменил свою расчетную единицу на СПЗ, а определение стоимости СПЗ было изменено с золота на корзину бумажных валют. США были удовлетворены, что роль золота была понижена, а Франция была удовлетворена, что золото осталось резервным активом и МВФ по-прежнему обладал значительным количеством золота. Суть этого компромисса США и Франции сохраняется и в наши дни.

С приходом администрации Рейгана в 1981 г. США испытали основательное изменение отношения к золоту. С 1981-го по 2006 гг. США продали менее 1 % оставшегося золота и вообще не продавали золота с 2006 г. Удержание золота США и МВФ с 1981 г., равно как и сохранение крупного золотого запаса Германией, Италией, Францией, Швейцарией и другими, сохраняет в мире теневой золотой стандарт.

Сохранение роли золота как мирового денежного актива было наглядно продемонстрировано в сногшибательно откровенном выступлении Марио Драги, главы Европейского центробанка, в Гарвардском институте имени Кеннеди в Кембридже 9 октября 2013 г. В ответ на вопрос от журналиста Текоа да Сильвы об отношении центробанков к золоту Драги заметил:

«Вы... спрашиваете это у того, кто был управляющим Банка Италии. Банк Италии – это четвертый по величине обладатель

золотых резервов в мире...

Я никогда не считал мудрой продажу [золота], потому что для центробанков это резерв безопасности. Страна рассматривает это именно так. В случае недолларовых стран это дает довольно хорошую защиту от колебаний курса доллара, так что есть определенные причины, диверсификация рисков и так далее. Вот почему центральные банки, которые несколько лет назад начали программу продажи золота, в значительной мере... остановили ее. В большинстве своем они больше его не продают. Также опыт некоторых центральных банков, которые ликвидировали весь запас золота около 10 лет назад, нельзя признать необыкновенно успешным...»[\[260\]](#)

Настойчивое требование Франции на Ямайке в 1976 г., чтобы золото осталось резервным активом, вернулось на денежный пир МВФ как призрак Банко. Подобно тому как Банко в «Макбете» было обещано, что он станет предком династии королей, так и золото может выстоять как деньги прошлого и будущего.

## **Новый золотой стандарт**

Какую структуру может иметь золотой стандарт XXI века? Он несомненно должен быть общемировым, включая как минимум США, еврозону, Японию, Китай и Великобританию и другие ведущие экономики. США способны самостоятельно ввести обеспеченный золотом доллар с учетом масштабных золотых резервов, но если бы США это сделали, другие валюты мира стали бы непривлекательными для инвесторов по сравнению с новым обеспеченным золотом долларом. Результатом стала бы дефляция при сокращении транзакций, в которых другие валюты снизили бы ликвидность. Только общемировой золотой стандарт может избежать дефляции, которая будет сопутствовать попытке США сделать это в одиночку.

Первым шагом должна стать общемировая конференция по денежным вопросам, похожая на бреттон-вудскую, где участники согласились бы учредить новую общемировую денежную единицу. Поскольку СПЗ уже существуют, это наилучшим образом подходящая кандидатура на роль новых общемировых денег. Но эти новые СПЗ должны быть обеспечены

золотом и должны свободно обращаться в золото или местную валюту любого участника системы. Это будут не те бумажные СПЗ, которые существуют сейчас.

Система также должна быть двухъярусной. Верхним ярусом должны быть СПЗ, которые должны определяться как эквивалент конкретного веса золота. Вторым ярусом должен состоять из отдельных валют стран-участниц, таких как доллар, евро, иена или фунт стерлингов. Каждая местная валютная единица должна определяться как конкретное количество СПЗ. Поскольку местная валюта определяется в СПЗ, а СПЗ определяется в золоте, само собой разумеется, что каждая местная валюта будет равна конкретной массе золота. Наконец, поскольку каждая местная валюта находится в фиксированном отношении к СПЗ и золоту, каждая валюта будет находиться в фиксированном отношении ко всем остальным. Например, если  $1 \text{ СПЗ} = 1 \text{ евро}$ , а  $1 \text{ СПЗ} = 1,5 \text{ долл.}$ , то  $1 \text{ евро} = 1,5 \text{ долл.}$ , и так далее.

Для того чтобы принять участие в новой системе золотых СПЗ, страна-участница должна иметь открытый счет капитала, означающий, что ее валюта свободно конвертируется в СПЗ, золото или валюту других участников. Это не должно стать бременем для США, Японии, еврозоны или других, кто уже сохраняет открытый счет капитала, но это может стать помехой для Китая, где такого нет. Однако Китай может найти положительные моменты недолларовой обеспеченной золотом валюты, такой как новые СПЗ, достаточно соблазнительными, чтобы открыть свой счет капитала, дабы присоединиться и позволить новой системе достичь успеха.

Участников следует поощрять максимально широко вводить новые золотые СПЗ как расчетную единицу. Мировые рынки нефти и других природных ресурсов теперь будут иметь цены в СПЗ, а не в долларах. Финансовая отчетность крупнейших мировых корпораций, таких как IBM и Exxon, будет вестись в СПЗ, а различные экономические показатели, такие как мировой объем производства и счета платежного баланса, будут вычисляться и сообщаться в СПЗ. Наконец, рынок облигаций СПЗ будет развиваться при выпуске их отдельными государствами, мировыми корпорациями и банками развития регионов и приобретением их государственными фондами благосостояния и крупными пенсионными фондами. Посредниками на нем могут выступать крупнейшие мировые банки, такие как Goldman Sachs, под контролем МВФ.

Один из самых пугающих технических вопросов этой потенциальной общемировой системы золотых СПЗ – это определение правильных

фиксированных курсов, по которым валюты будут конвертироваться одна в другую. Например, чему должен быть равен 1 евро – 1,3; 1,4; 1,5 долл. или другой сумме? Это именно тот вопрос, перед которым встали основатели евро после подписания в 1992 г. Маастрихтского договора, который обязал стороны создать единую валюту из таких разных валют, как итальянская лира, немецкая марка и французский франк. В случае с евро к задаче были применены годы специальных исследований и экономических теорий, разработанных специальными организациями. Соображения технического порядка сегодня тоже гарантированы, но лучшим подходом будет использование сигналов рынка для решения проблемы. Стороны новой системы могут объявить, что фиксированный курс будет определен в течение 4 лет на основе средневзвешенного значения банковских операций с иностранной валютой за последние 12 месяцев до даты фиксации. Четырехлетний период даст рынкам достаточно времени для вычисления и анализа возможных последствий новой системы, а 12-месячный период усреднения сгладит кратковременные аномалии или рыночные манипуляции.

Наиболее актуальный вопрос включает определение стоимости СПЗ, выраженной в массе золота, и относительный золотой резерв, требуемый для обеспечения жизнеспособности системы. Проблема может быть сведена к единственному вопросу: подразумеваемой не подверженной дефляции цене золота в мировой денежной системе с золотым обеспечением. Когда этот вопрос будет решен в отношении одной *numeraire*, конверсия в другие расчетные единицы с использованием фиксированных валютных курсов станет тривиальной.

Первоначально новая система должна действовать без увеличения мировой денежной массы. Любое государство, которое хотело СПЗ, могло бы купить их у банков или дилеров, получить в результате торговли или приобрести их у МВФ в обмен на собственную валюту. Местные валюты, поступающие в МВФ в обмен на СПЗ, были бы стерилизованы, так что мировая денежная масса не увеличилась бы. Дискреционная кредитно-денежная политика была бы закреплена за государственными центробанками, такими как ФРС или ЕЦБ, с учетом необходимости сохранения фиксированных курсов к золоту, СПЗ и другим валютам. К дискреционной кредитно-денежной политике МВФ через нестерилизованное создание новых СПЗ прибегали бы только в исключительных обстоятельствах при одобрении превосходящего большинства членов МВФ, участвующих в новой системе.

С учетом этих ограничений на создание новых СПЗ система приняла

бы СПЗ как опорную точку и расчетную единицу только при относительно небольшом количестве существующих СПЗ. Объединенная база денежной массы участников составила бы общемировую денежную массу, как это происходит и сейчас, и эта денежная масса была бы ориентиром для определения надлежащей цены золота.

Еще одним ключевым вопросом будет определение золотого обеспечения, требуемого для поддержания мировой денежной массы. Экономисты австрийской школы настаивают на 100 %-ном обеспечении, но это не неукоснительное требование. На практике системе требуется только достаточно золота, чтобы снабдить всех предпочитающих физическое золото обеспеченным золотом бумажным деньгам, и адекватная гарантия, что процентное обеспечение не понизится после введения. Эти две цели взаимосвязаны: чем сильнее гарантия постоянства, тем меньше золота требуется для поддержания доверия. С исторической точки зрения золотые стандарты успешно функционировали с обеспечением от 20 до 40 % относительно денежной массы. С учетом отмены золота в 1914, 1931 и 1971 гг. для порождения доверия у правомерно циничных граждан потребуется высокая цифра. Для наглядности примем за плановое обеспечение 50 % денежной массы; США, еврозону, Китай и Японию как экономики-участницы; общемировой золотой запас за золотую массу, а M1 за денежную массу. Отношение денежной массы к золотой дает подразумеваемую, не подверженную дефляции цену на золото в рамках стандарта обеспеченных золотом СПЗ, примерно 9000 долл. за унцию.

Данные в этом вычислении спорны, но 9000 долл. за унцию – это хорошее первое приближение не подверженной дефляции цены золота в мировом стандарте обеспеченных золотом СПЗ. Конечно, ничто не меняется в одиночку. Мир, где унция золота стоит 9000 долл., – это также мир с нефтью по 600 долл. за баррель, 120 долл. за унцию серебра и первая среднеамериканская недвижимость за 1 млн долл. Этот новый золотой стандарт не станет причиной инфляции, но будет откровенным признанием инфляции, которая уже существует в бумажных деньгах с 1971 г. Этот единовременный скачок цен будет признанием искажений, вызванных злоупотреблением бумажными валютами за последние 40 лет. Странам-участницам потребуется законодательство, чтобы номинально урегулировать платежи с постоянным доходом для наиболее нуждающихся в таких формах, как пенсии, ежегодные выплаты, социальные пособия и сберегательные счета до страхового уровня. Номинальная стоимость долга должна остаться неизменной, немедленно уплачивая мировой государственный долг и снижая задолженности в запутанной ситуации.



Банки и рантье будут разрушены – это разумный шаг к будущему росту. Кража инфляцией останется в прошлом, пока эта система будет сохраняться. Выведение активов будет заменено созданием материальных благ, и может наступить триумф неординарного решения.

Дискреционная кредитно-денежная политика, проводимая национальными центральными банками, в этой новой системе будет сохранена. Однако от центральных банков, входящих в систему, будет требоваться сохранение фиксированной цены в золоте их валюты посредством модели поведения как покупателя и продавца физического золота. Любой центральный банк, который воспримут как слишком неустойчивый в течение слишком длительного времени, обнаружит, что граждане выстроились у его дверей, и быстро лишится своего золота. Соглашения МВФ о золотых свопах, обеспеченные центральными банками, будут доступны для улаживания временных требований по урегулированию – эхо старой бреттон-вудской системы. Эти операции на рынке золота будут осуществляться прозрачно, чтобы вселить уверенность в процессе.

Важно, что у МВФ будут чрезвычайные полномочия по увеличению массы СПЗ с одобрения превосходящего большинства его участников, чтобы урегулировать мировой кризис ликвидности, но СПЗ и национальные валюты должны оставаться свободно конвертируемыми в золото в любое время. Если у граждан будет доверие к чрезвычайным мерам, система сохранит устойчивость. Если граждане сочтут, что создание денег осуществляется для спасения элит и рантье, последует массовое изъятие золота. Эти сигналы рынка будут работать как тормоз для злоупотреблений МВФ и центральными банками. В действительности демократическое мнение, выражаемое посредством рыночных механизмов, будет введено в мировую финансовую политику в первый раз со времен Первой мировой войны.

Маловероятно, что сторонники австрийской школы и традиционного золотого стандарта одобряют этот новый золотой стандарт, потому что у него есть неполное золотое обеспечение. Также маловероятно, что конспирологически настроенные лица поддержат этот подход, потому что он общемировой и имеет вид и функции нового мирового порядка. Даже более умеренные критики укажут, что эта система полностью зависит от обещаний правительств, а такие обещания в прошлом постоянно нарушались. Однако у нее есть положительное свойство – практичность, ее можно в действительности воплотить. Она решительно приступает к решению проблем дефляции, если США начнут действовать

самостоятельно, и смягчит гиперинфляционный шок, который станет результатом, если не использовать частичное обеспечение. Новый золотой стандарт приближается к рекомендации Манделла о том, что оптимальная валютная зона – это мир, и возрождает вариант взглядов Кейнса на Бреттон-Вудс до того, как Соединенные Штаты настояли на главенстве доллара.

Наиболее серьезно этот стандарт решит три наиболее важные экономические проблемы сегодняшнего мира – падение доллара, сверхнормативную задолженность и драку за золото. Казначейство США и ФРС решили, что политика слабого доллара – это лекарство от недостаточного мирового роста. Их планом было породить инфляцию, увеличить номинальный совокупный спрос и положиться на США в вытаскивании мировой экономики из канавы, подобно трактору John Deere, прицепленному к комбайну по оси в грязи. Проблема в том, что решение США создано для циклических проблем, а не для структурных, с которыми в настоящее время сталкивается мир. Решение структурных проблем включает новые структуры, начиная с международной денежной системы.

Ни одна из бумажных валют в ближайшие десять лет не приблизится к тому, чтобы заменить доллар в качестве ведущей резервной валюты. Даже сейчас, когда от доллара начинают отказываться, а золото быстрыми темпами возвращается в сферу денежного обращения, и то и другое – вполне разумная реакция на политику слабого доллара США. США и МВФ должны вести мир к обеспеченным золотом СПЗ, что отвечает интересам Китая и России и в то же время оставляет США и Европу на ведущих резервных позициях. Мир не может ждать 10 лет, пока бумажные СПЗ, юань и евро сольются воедино в идеалистичном мире множества братских резервных валют Барри Айкенгрена. Риски слабого лидерства проявятся куда раньше, чем через десять лет.

## Глава 10. Перепутье

*Я тот человек, который уносит чашу для пунша, как раз когда вечеринка становится веселой.*

*Уильям Макчесни Мартин-младший, председатель совета управляющих Федеральной резервной системы. 1951-1970 гг.*

*Проблема в том, что это не обычная рецессия, и у множества людей уже нет пунша...[\[261\]](#)*

*Кеннет Рогофф. 6 июня 2013 г.*

*У развитых стран нет причин для дефолта. Они всегда могут напечатать деньги[\[262\]](#).*

*Джордж Сорос. 9 апреля 2013 г.*

## Парадокс инфляции и дефляции

Политика Федеральной резервной системы находится на перепутье, и возможные варианты – это зыбкие тропы во всех направлениях. Кредитно-денежная политика во всем мире достигла точки, где противоречия, заложенные за годы рыночных манипуляций, не оставляют вариантов выбора, где бы ни содержалось либо снижение деловой активности, либо катастрофический риск. Дальнейшее денежное стимулирование экономики может вызвать потерю доверия к деньгам; ужесточение политики заново запустит крах стоимости активов, который начался в 2007 г. Только структурные изменения в экономике США, лежащие за пределами компетенции ФРС, могут изменить это безвыходное положение.

Это было ясно к 2013 г., когда потерявшие терпение экономисты и политики ожидали активного оздоровления, которое они рьяно предвкушали с начала восстановления фондовой биржи в 2009 г. Ежегодный рост ВВП в США в IV квартале 2009 г. достиг 4 %, вызывая разговоры о признаках восстановления экономики на фоне знаков того, что

экономика оправляется от худшей рецессии со времен Великой депрессии. Даже когда рост упал до 2,2 % ежегодных к II кварталу 2010 г., оптимистичный пиар продолжался, а тогдашний министр финансов Тимоти Гайтнер вел счастливые речи о «лете выхода из кризиса» 2010 г. Реальность осознавалась медленно. В 2011 г. ежегодный рост составил хилые 1,8 % и только немногим лучше – 2,2 % – в 2012 г. Затем, вопреки прогнозам ФРС и независимых аналитиков о том, что 2013 г. будет поворотным, рост упал снова, до 1,1 % в I квартале 2013 г., хотя оживился до 2,5 % в II квартале.

Экономика была в фазе, которой не наблюдалось в течение 80 лет. Это была ни рецессия, в строгом соответствии определению, ни активное оздоровление, как широко ожидалось. Это была депрессия, в точности как ее определял Кейнс: «...хроническое состояние донормальной активности в течение длительного периода времени без какой-либо выраженной тенденции либо к восстановлению, либо к полному краху»<sup>[263]</sup>. Циклического восстановления не было, потому что проблемы в экономике были не циклическими, они были структурными. Следует ожидать, что в отсутствие структурных изменений эта депрессия продлится неопределенное количество времени.

Прогнозисты ФРС и большинство независимых аналитиков используют модели, основанные на кредитных и экономических циклах за семьдесят лет, с момента окончания Второй мировой войны. Эти данные не включают ни одной депрессии. Чтобы найти аналогичную фазу, необходимо вернуться на 80 лет назад, в период 1933-1936 гг., в «восстановление внутри депрессии». Великая депрессия закончилась в 1940 г. структурными изменениями – экономика была переведена на военные рельсы. В начале 2014 г. не надвигалось никакой войны и не предполагалось никаких структурных изменений. Вместо этого характерный для депрессии низкий рост и высокая безработица стали нормой в экономике США.

Джон Мейкин из Американского института предпринимательства, у которого есть необыкновенный список безошибочно предсказанных экономических циклов, указал, что, если опираться на исторические показатели, США в действительности могут ожидать рецессию в 2014 г.; вторую «рецессию внутри депрессии» с 2007 г., пугающее повторение Великой депрессии. Мейкин отмечает, что, несмотря на экономический рост ниже среднего уровня с 2009 г., подъем длился более 4 лет и приближается к средней продолжительности современных циклических экономических подъемов в Соединенных Штатах. Следует ожидать на основе длительности, если не силы, что реальный экономический рост

США в ближайшем будущем станет отрицательным<sup>[264]</sup>.

Даже если в США не начнется рецессия в строгом понимании в 2014 г., депрессия продолжится, и самое убедительное доказательство уровня депрессии – это данные о занятости. Несмотря на бодрые рапорты в конце 2013 г. о создании 200 000 новых рабочих мест в месяц и снижении уровня безработицы, реальность за пределами данных из заголовков выглядит мрачно<sup>[265]</sup>. Аналитик Дэн Алперт указывает, что почти 60 % рабочих мест, созданных в первой половине 2013 г., находились в самых низкооплачиваемых секторах экономики США. Эти сектора обычно составляют треть от общего числа рабочих мест; значит, создание новых рабочих мест было непропорционально смещено в сторону низкооплачиваемой работы почти вдвое. Низкооплачиваемая работа – это такие должности, как приемщик заказов в McDonalds, бармен в Applebee's и кассир в Wal-Mart. Любая работа достойна уважения, но не любая работа подразумевает оплату, которая может пробудить самоподдерживающееся экономическое восстановление.

Почти 50 % рабочих мест, созданных в течение первой половины 2013 г., подразумевали неполную занятость и определялись как рабочие места с занятостью 35 ч в неделю или меньше. Несколько рабочих мест с частичной занятостью предлагали работу всего-навсего час в неделю. Если бы уровень безработицы подсчитывался с учетом тех частично занятых работников, которые бы хотели полной занятости, и тех, кто хочет работать, но бросил попытки искать, уровень безработицы в середине 2013 г. составил бы 14,3 % вместо официально сообщенного уровня 7,1 %. Цифра 14,3 % сравнима с уровнем, достигнутым в ходе Великой депрессии – уровнем, указывающим на экономическую депрессию.

Набор новых сотрудников с 2009 г. примерно равняется числу пополняющих рабочую силу в тот же период времени; это означает, что этот набор ничего не изменил в сокращении общего числа тех, кто потерял работу в острую фазу паники и экономического спада 2008-го и 2009 гг. Алперт также указывает, что даже предполагаемые «хорошие новости» о снижении уровня безработицы недостоверны, потому что падающий показатель отражает тех работников, которые полностью выбывают из рабочей силы, а не создание новых рабочих мест в расширяющемся работоспособном населении. Процент американцев, включенных в рабочую силу, упал с высоты 66,1 % перед новой депрессией до 63,5 % к 2013 г. Даже при сокращении рабочей силы реальные доходы от зарплаты с поправкой на инфляцию были не получены, и реальная зарплата за

последние 15 лет в действительности падала.

К этой гнетущей картине на рынке труда добавляется ярко выраженная зависимость от государственных программ. К концу 2013 г. в США было более 500 млн жителей на обеспечении продовольственными талонами, свыше 26 млн безработных, частично занятых или переставших искать работу и свыше 11 млн постоянно нетрудоспособных, многие из которых вошли в эту категорию, потому что закончились их пособия по безработице. Эти цифры – национальный позор. В сочетании с ничтожным экономическим ростом, условиями на грани рецессии и почти пятью годами нулевых процентных ставок эти цифры заставляют разговоры об экономическом возрождении казаться неуместными.

Хотя общая ситуация подразумевает новую депрессию, в картине не хватает одного элемента, а именно дефляции, определяемой как общее падение потребительских цен и стоимости активов. Во время самой темной стадии Великой депрессии, с 1930-го по 1933 гг., совокупная дефляция в Соединенных Штатах составила 26 % – часть более широкого общемирового дефляционного краха. По сравнению с 2008 г. в 2009 г. Соединенные Штаты испытывали легкую дефляцию, но абсолютно ничего сравнимого с Великой депрессией; в действительности небольшая инфляция упорно продолжалась в ходе новой депрессии, и официальный индекс потребительских цен показывает увеличение на 10,6 % с начала 2008-го до середины 2013 г. Контраст между исключительно сильной дефляцией Великой депрессии и небольшой инфляцией новой депрессии – это наиболее очевидное различие между этими двумя эпизодами, а также источник самой важной и сложной задачи, стоящей перед Федеральной резервной системой. Она поднимает мучительный вопрос о том, когда и как сокращать и в конечном итоге отменять печать денег.

Естественное состояние депрессии – дефляция. Компании, столкнувшиеся со снижением дохода, и частные лица, столкнувшиеся с безработицей, быстро продают активы, чтобы сократить долг – этот процесс известен как делевередж, или уменьшение долговой нагрузки. По мере того как продажи активов продолжаются, а потребление снижается, цены еще больше снижаются, что является немедленной причиной дефляции. Это снижение цен добавляет еще более сильную экономическую напряженность, ведущую к дальнейшей продаже активов, повышению безработицы и так далее в цикле обратной связи. В ходе дефляции реальная стоимость наличных увеличивается, так что частные лица и бизнесмены накапливают наличные вместо того, чтобы тратить их или инвестировать в новые земельные участки, производства и оборудование.

Весь процесс продажи активов, накопления и снижения цен называется ловушкой ликвидности, его известное описание дал Ирвинг Фишер в работе 1933 г. «Теория долга и дефляции великих депрессий» (The Debt-Deflation Theory of Great Depressions) и Джон Мейнард Кейнс в своей наиболее влиятельной работе «Общая теория занятости, процента и денег» (The General Theory of Employment, Interest and Money). В ловушке ликвидности реакция на печать денег по большей части слаба, и, с точки зрения Кейнса, предпочтительным средством является налогово-бюджетная политика.

Хотя реакция на печать денег может быть слабой, она не нулевая. Противодействием потенциальной дефляции остается операция по печати денег Федеральной резервной системой. За пять лет, с 2008-го по 2013 г., Федеральная резервная система увеличила базу денежной массы с примерно 800 млрд долл. до более чем 3,3 трлн долл. – более чем на 300 %. В то время как денежный оборот, или скорость денежного обращения, продолжает находиться в резком сокращении, количество денег взлетает до небес, помогая скомпенсировать более низкий темп расходов. Сочетание масштабной печати денег и нулевых процентных ставок также искусственно поддерживает цены на активы, ведущие к восстановлению фондовой биржи и активному восстановлению цен на недвижимость с 2009 г. Но стоимость активов накручивается еще и из других источников.

## **Счет за обучение**

Еще одна причина, почему дефляция не одерживает верх над инфляцией, несмотря на слабый экономический рост, состоит в том, что казначейство США обеспечило новое вливание наличных в экономику, большее, чем финансирование ненадежной недвижимости в период 2002-2007 гг. Это вливание осуществилось в форме кредитов на обучение.

Кредиты на обучение – это новый вариант ипотечных кредитов, выданных ненадежным заемщикам; еще один субсидируемый правительством пузырь, который вот-вот лопнет. У студентов есть высокая предрасположенность к тратам, будь то само обучение или книги, апартаменты, мебель и пиво. Если вы дадите студентам деньги, они их потратят; опасность того, что они купят золото или каким-либо другим образом запасут деньги как сбережения, мала. Плата за обучение, финансируемая за счет кредитов на обучение, – это просто канал, поскольку платежи передаются как зарплаты объединенного

преподавательского состава или накладные расходы вуза. Кредитные средства, остающиеся после обучения, расходуют непосредственно студенты.

Ежегодное получение кредитов по всем программам студенческих займов для студентов и обучающихся в магистратуре резко выросла до более чем 100 млрд долл. за год в 2012 г., по сравнению с примерно 65 млрд долл. в год в начале депрессии 2007 г. К августу 2013 г. общий размер кредитов на обучение, обеспеченных правительством США, превысил 1 трлн долл., цифра, которая удвоилась с 2009 г.<sup>[266]</sup> Условие, содержащееся в законе Обамы 2010 г., направленном на смягчение условий предоставления федеральных образовательных займов, обеспечило казначейству США практически монополию на организацию кредитов на образование и вывело из игры большинство частных кредиторов, которые ранее были участниками этого рынка. Это означало, что казначейство может ослабить стандарты кредитования и продолжить поток дешевых денег.

Рынок образовательных кредитов политически неприкосновенен, потому что высшее образование исторически производит граждан с дополнительными умениями, которые возвращают кредиты и со временем зарабатывают больше денег. Ни один из членов конгресса не хочет поддерживать законодательный акт, который бы ограничил возможность Джонни или Сьюзи позволить себе колледж. Но программа трансформировалась в прямые государственные дотации, подобно тому как исходно продуктивные программы кредитования жилья превратились в пузырь недвижимости между 1994-м и 2007 г. На ипотечном рынке Фанни Мэй и Фредди Мак использовали государственные субсидии, чтобы продвинуть владение квартирами выше того уровня, который покупатели могли себе позволить, что послужило поводом выдачи ипотечных кредитов ненадежным заемщикам без документации или первого взноса. Ипотечный рынок потерпел крах в 2007 г., обозначив начало депрессии.

Студенческие кредиты сейчас тоже демонстрируют сходную динамику. Большинство этих кредитов надежны и будут выплачены в соответствии с договоренностью. Но многие заемщики не смогут расплатиться в срок, потому что студенты не овладели требуемыми навыками и не могут найти работу в вялой экономике. Эти неплатежи усугубят дефицит федерального бюджета, официальные бюджетные прогнозы не полностью отражают такое развитие событий. В действительности кредиты на обучение выбиваются казначейством США и адресуются заемщикам с высокой склонностью к тратам и ограниченной способностью возврата долга.



Эти денежные суммы уже помогли искусственно поддержать экономику США, но поток долларов за обучение неустойчив. С экономической точки зрения он ничем не отличается от Китая, строящего города-призраки на взятые займы деньги, которые не могут быть возвращены. Китайские города-призраки и дипломы о высшем образовании США реальны, а увеличение производительности и способность вернуть заемные средства – нет.

Тогда как кредиты на обучение могут обеспечить кратковременное повышение дискреционных расходов, долговременные последствия чрезмерного долга в сочетании с отсутствием рабочих мест – это еще одна обуза для экономики. Рекордное число – 21 млн – совершеннолетней молодежи в возрасте от 18 до 31 года живут с родителями. Многие из этих домоседов – недавние выпускники, которые не могут платить арендную плату за квартиру или позволить себе первый взнос за дом из-за кредита на образование. Пока поток наличных и траты от студенческих кредитов помогали отсрочить угрозу дефляции, но пузырь кредитов на образование лопнет в ближайшие годы, усугубив кризисы долга и дефицита.

## **Парадокс инфляции**

Бывший председатель совета управляющих ФРС Бернанке как-то сказал, что Федеральная резервная система может бороться с дефляцией, разбрасывая деньги с вертолета. Его метафора допускала, что люди охотно будут поднимать деньги и тратить их. Однако в реальном мире поднятие с земли денег означает влезание в долги в форме ссуд коммерческому предприятию, ипотеки или кредитных карт. Компании и частные лица не хотят оказываться в долгах из-за политической неопределенности и угрозы еще большей дефляции.

Если вернуться в 2009 г., критики Бернанке заявляли, что политика количественного смягчения приведет к неприемлемо высокой инфляции, даже неминуемой гиперинфляции. Эти критики концентрировались исключительно на печати денег, им не удавалось осознать, что инфляция только частично зависит от денежной массы. Еще один ключевой фактор – это поведение в виде предоставления кредитов и трат. Глубинная слабость экономики и исключительная неопределенность в отношении политического курса в налогообложении, здравоохранении, экологическом законодательстве и других решающих факторов бизнес-затрат выразились в стагнации как в потребительских тратах, так и в деловых инвестициях –

двух важнейших движущих силах экономического роста.

Ничья в битве дефляции и инфляции не означает, что торжествует стабильность цен. Противостоящие стороны, возможно, нейтрализовали друг друга на некоторое время, но ни одна из них не ушла с поля боя. Крах экономического роста в Китае и возрождение кризиса государственного долга в Европе могут позволить дефляции одержать победу. Напротив, война на Среднем Востоке и последующий ценовой шок на товарных рынках, колебания цен на нефть и паническая покупка золота могут привести к сбросу долларов и началу инфляционной бури, которую ФРС будет неспособна сдержать. Любая из этих крайностей вероятна.

Эта дилемма отражена в различии мнений Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC), подразделении, осуществляющем политику ФРС, между теми, кто поддерживает сокращение печати денег, и теми, кто поддерживает продолжение или даже резкое наращивание денежной массы посредством приобретения активов ФРС. Та группа, что приветствует сокращение печати денег, так называемое «сведение на нет», во главе с Джереми Стайном, членом совета управляющих ФРС, утверждает, что продолжающаяся печать денег имеет только ограниченное положительное воздействие и может создать пузыри активов и системный риск. Поскольку деньги практически бесплатны по причине политики нулевой процентной ставки, и поскольку использование заемных средств усиливает окупаемость для инвесторов, перед соблазном брать займы деньги и положиться на удачу, повышая стоимость активов, трудно устоять. Использование заемных средств доступно биржевым маклерам в форме маржинальных кредитов, а рядовым покупателям – в форме дешевых ипотечных кредитов. Поскольку повышение цен на акции и недвижимость основано скорее на дешевых деньгах, чем на экономическом фундаменте, на обоих рынках формируются новые пузыри, которые в конечном итоге лопнут и снова нанесут урон доверию.

При определенном развитии событий результат может быть даже хуже, чем лопнувший пузырь, и может включать системный риск и полную панику. Рынок акций готов к краху худшему, чем в 2000-м или 2008 гг. Журналисты бизнес-телевидения и фондовые аналитики чрезвычайно счастливы сообщать о каждом новом максимуме индексов фондовой биржи. В действительности эти максимумы только номинальны, а не реальны. Когда сообщаемый уровень индекса корректируется с учетом инфляции, возникает другая картина. Пик 2008 г. был в действительности ниже пика 2000 г. в реальном выражении, а пик 2013 г. был существенно ниже пика 2008 г. Долговременная 13-летняя тенденция к *повышению* цен

на рынке в реальном выражении с учетом инфляции – это долговременная 13-летняя тенденция к *понижению* цен. Эти номинальные три вершины 2000, 2008 и 2013 гг. очень похожи на номинальные три вершины 1966, 1968 и 1973 гг. За номинальным пиком 1973 г. последовал в 1974 г. один из худших крахов фондовой биржи в истории США. Прошлые – это не обязательно первый гром, однако сочетание крайне высокого использования заемных средств, экономической слабости и угрозы рецессии – все это подвергает фондовый рынок риску значительного краха. Любой такой крах может вылиться в удар по доверию, который не смягчит любая сумма напечатанных ФРС денег. Это может стать спусковым крючком для радикального варианта цикла долговой дефляции Фишера. В этом сценарии дефляция в конечном итоге одержит верх над инфляцией и экономическая динамика начала 1930-х вернется с лихвой.

Еще один фактор, который может внести свой вклад в наихудший результат, – это скрытое использование заемных средств в балансовых счетах банков в форме деривативов и обмена активами. Озабоченность здесь относится не к краху фондового рынка, а к банкротству одной из сторон, которая запустит кризис ликвидности на финансовых рынках и ускорит панику.

Группа, выступающая за «сведение на нет», вокруг члена совета управляющих Стайна понимает, что сокращенная печать денег может ударить по экономическому росту, но они боятся, что крах фондовой биржи или финансовая паника могут ударить по этому росту куда больше, разрушая доверие. По их мнению, сокращение печати денег сейчас – это способ выпустить немного воздуха из пузырей, полностью не сдув их.

Их мнению противостоят такие члены FOMC, как председатель совета управляющих ФРС Джанет Йеллен, которая не видит никакого ближайшего инфляционного риска в силу избыточного потенциала рынков труда и производства и которая приветствует продолжение крупных приобретений активов и печать денег как единственную надежду на продолжение экономического роста, особенно в свете недавнего ужесточения налогово-бюджетной политики. Согласно Йеллен, печать денег должна продолжиться до тех пор, пока устойчивая инфляция свыше 2,5 % не возрастет на самом деле и пока безработица не достигнет 6,5 % или меньше. Йеллен выступает за продолжение печати денег, даже если инфляция поднимется до 3 % и больше, пока безработица превышает 6,5 %. Она оценивает риски финансовой паники как незначительные и уверена, что инфляцию можно будет контролировать должным образом с помощью имеющихся инструментов, если она в реальности вырастет слишком

сильно.

Уверенность Йеллен в незначительности инфляции и в способности ФРС контролировать ее, если она действительно вырастет, основывается на применении традиционных моделей общего равновесия, которые не включают наиболее прогрессивных теоретических работ по теории сложности, взаимосвязанности и неожиданному возникновению системного риска. С другой стороны, ее понимание того, что инфляция не является неизбежной в силу резерва рабочей силы и производственных мощностей, делает ее экономические прогнозы закономерно более точными, чем у ее коллег и представителей ФРС с 2011-го по 2013 гг. Эти успехи прогнозирования положительно сказались на уровне доверия к ней в Федеральной резервной системе и были важны в ее избрании очередным председателем совета управляющих ФРС. В результате ее взгляды на необходимость продолжения печати денег имеют огромный вес среди членов ФРС и FOMC.

Неудивительно, что члены FOMC поровну разделились между противостоящими точками зрения, которые поддерживают Стайн и Йеллен. Стайн, без сомнения, точно замечает, что системный риск незаметно набирает обороты в банковской системе посредством внебалансовых транзакций и что возникают новые пузыри. Йеллен, несомненно, права, что экономика принципиально слаба и требуется вся возможная политическая поддержка, чтобы избежать открытой рецессии и дефляции. Тот факт, что обе стороны спора правы, означает, что обе стороны также не правы в тех случаях, когда не включают обоснованные замечания оппонентов в свои собственные взгляды. Вытекающая из этого политическая несогласованность – неизбежное последствие рыночных манипуляций ФРС. Достоверные ценовые сигналы подавляются или искажаются, что побуждает банки приобретать рискованные активы; это не служит никакой деловой цели, кроме восполнения прибыли в условиях нулевой процентной ставки. В то же время стоимость активов взвинчена, что означает, что капитал не посвящается наиболее продуктивному использованию, а вместо этого преследует эфемерные прибыли в текущих ценах акций и недвижимости. Как продолжающаяся печать денег, так и сокращение печати денег вызывают риски, хотя различного вида.

Результат – это ничья между естественной дефляцией и политически вызванной инфляцией. Экономика похожа на альпиниста-высотника, медленно и методично движущегося вперед по линии хребта на высоте 28 000 футов без кислорода. С одной стороны хребта – пропасть, уходящая вертикально вниз на несколько километров. С другой – ледник, за который

нет никакой возможности уцепиться. Падение в любую из сторон означает верную смерть. Однако продвижение вперед становится все сложнее с каждым шагом и повышает вероятность падения. Повернуть назад – это возможное решение, но оно означает в итоге оказаться перед теми тяготами, которых экономика избежала в 2009 г., когда начался процесс печати денег.

Великий американский писатель Фрэнсис Скотт Фитцджеральд писал в 1936 г., что «...подлинная культура духа проверяется способностью одновременно удерживать в сознании две прямо противоположные идеи и при этом не терять другой способности – действовать»<sup>[267]</sup><sup>[268]</sup> К 2014 г. члены совета управляющих Федеральной резервной системы были поставлены в условия такой проверки по Фитцджеральду. Инфляция и дефляция – это противоположные идеи, как и сведение на нет и его отсутствие. Несомненно, члены совета управляющих ФРС начинают с подлинной культуры духа, они сейчас столкнулись с противоположными идеями. Вопрос в том, смогут ли они, по словам Фитцджеральда, «при этом не терять другой способности – действовать».

## Доверие

Бывший председатель совета управляющих Федеральной резервной системы Пол Волкер вошел в ФРС как штатный экономист в 1952 г., и с того времени был свидетелем или исполнителем всех значительных кредитно-денежных и финансовых мероприятий. Как заместитель министра финансов он был на стороне президента Никсона, когда была прекращена конвертируемость доллара в золото в 1971 г. Назначенный президентом Картером на должность председателя совета управляющих ФРС в 1979 г., он поднял процентную ставку до 19 % в 1981 г., чтобы сокрушить находящуюся на грани гиперинфляцию, охватившую Америку начиная с 1977 г. В 2009 г. Волкер был избран президентом Обамой как глава Совета по экономическому возрождению, призванного выработать меры борьбы с худшим экономическим спадом со времен Великой депрессии. С этой позиции он выдвинул Правило Волкера, попытку возродить финансово устойчивую банковскую практику, которая была отменена с упразднением закона Гласса – Стиголла в 1999 г. Правило Волкера в итоге было выхолощено лоббистами крупных банков в 2012 г., но Волкер точно почувствовал наиболее рискованную грань банковской системы, и ему принадлежит заслуга попытки ее урегулирования. Ни один

банкир или политик не знает о деньгах и том, как они работают, больше Волкера.

Когда на него надели с вопросами о роли доллара в международной денежной системе настоящего, Волкер признал серьезные задачи, с которыми сталкивается американская экономика, и доллар в частности, продемонстрировав реакцию наподобие «мы это уже проходили». Он указал, что обстоятельства не так катастрофичны, как в 1971 г., во время набега на Форт-Нокс, или в 1978 г., когда, из-за того что иностранные кредиторы начали отвергать доллар США как средство сохранения капитала, казначейство США выпустило печально известные облигации Картера в швейцарских франках.

Когда на него надели серьезнее, Волкер откровенно высказался об экономическом подъеме Китая и признал, что есть разговоры о свержении доллара с пьедестала мировой ключевой резервной валюты. Но он так же быстро указал, что, несмотря на эти разговоры, ни одна из валют не приблизилась к доллару с точки зрения наличия мощных ликвидных объемов потенциально инвестиционных активов, необходимых для статуса настоящей резервной валюты. Волкер – вовсе не сторонник золотого стандарта и полагает, что возврат золота не является ни возможным, ни желательным.

Наконец, когда его поставили перед такими вопросами, как консолидированный долг, крупномасштабное субсидирование, продолжающийся дефицит и нарушение нормальной законодательной деятельности, что предполагает, что *depolement*<sup>[269]</sup> доллара уже начался, Волкер прищурился, его выражение лица приобрело жесткость, и он проговорил одно слово: «Доверие».

Он полагает, что доллар может выдержать любую бурю, если люди ему доверяют. Если люди потеряют доверие к доллару, никакая армия кандидатов наук его не спасет. В этом вопросе Волкер определенно прав, однако никто не может сказать, прошло ли доверие к доллару точку невозврата из-за промахов ФРС, краха потолка государственного долга и мер предосторожности России и Китая.

К несчастью, все больше признаков, что доверие к доллару истощается. В июле 2013 г. расширенный долларový индекс с учетом цен, лучший критерий статуса доллара на рынке иностранных валют, оказался на значении 84,05, выше абсолютного минимума 80,53 в июле 2011 г., но приблизительно равным предыдущим минимальным значениям в октябре 1978-го, июле 1995-го и апреле 2008 гг. Цена золота, еще одна мера доверия к доллару, начала расти в августе 2013 г., после двухлетней тенденции к

понижению, и это еще один знак ослабления доллара. Состав иностранных валют в мировом резерве показывает продолжающееся сокращение использования доллара как резервной валюты с примерно 70 % в 2000 г. до почти 60 % сейчас. Ни один из этих показателей не свидетельствует о непосредственном кризисе, но все три демонстрируют снижение доверия.

Другие индикаторы бессистемны и сложны для определения в численной форме, но тем не менее показательны. Среди них рост использования альтернативных валют и виртуальных, или цифровых валют, таких как биткойн. Цифровые валюты существуют внутри негосударственных одноранговых компьютерных сетей и не выпускаются и не поддерживаются никаким государством либо центральным банком. История биткойна началась в 2008 г., когда в публикации под псевдонимом Сатоши Накамото были описаны протоколы для создания новой электронной цифровой валюты<sup>[270]</sup>. В январе 2009 г. с помощью ПО Накамото были созданы первые биткойны. Он продолжал вносить технический вклад в проект биткойнов до 2010 г., в этот момент он устранился от активного участия. Однако к этому времени проект продолжило крупное сообщество разработчиков, сторонников свободы и предпринимателей. К концу 2013 г. в обращении находилось свыше 11,5 млн биткойнов, и их число неуклонно растет. Каждое колебание стоимости биткойна основано на спросе и предложении, но в апреле 2013 г. она превысила 220 долл. за биткойн. Долгосрочная перспектива биткойна как виртуальной валюты остается под вопросом, но его быстрое и широкое принятие уже можно воспринимать как сигнал того, что сообщества по всему миру ищут альтернативу доллару и традиционным бумажным валютам.

За пределами мира альтернативных валют находится мир транзакций без использования валют вообще: электронный рынок бартера. Бартер, или товарный обмен – это одна из наиболее ошибочно понимаемых экономических идей. Большое количество экономической литературы посвящено неэффективности бартера, который требует одновременного совпадения интересов обеих обменивающихся сторон. Если одна сторона продает пшеницу за гвозди, а второй стороне нужна пшеница, но для торговли у нее есть только канаты, первая сторона может принять канаты и искать кого-то, у кого есть гвозди и кому нужны канаты. В этом рассказе деньги – эффективное средство обмена, которое решает проблему одновременности, потому что можно продать пшеницу за деньги и потом использовать эти деньги для покупки гвоздей, без мены на канат. Но, как указывает автор Дэвид Гребер, вся история меновой торговли – это

миф<sup>[271]</sup>.

Экономисты, начиная с Адама Смита, предполагали, что товарный обмен был историческим предшественником денег, но не существует никакого эмпирического, археологического или другого свидетельства предшествующей деньгам меновой экономики. В действительности создается впечатление, что доденежные варианты экономики основывались на доверии – обещании вернуть ценность в будущем в обмен на ценность, предоставляемую сегодня. Древняя система кредита позволяла осуществлять межвременные обмены, как и сейчас, и решала проблему одновременного совпадения интересов. Исторический бартер – это еще один пример экономистов, развивающих теории без привязки к реальности.

Безотносительно мифической истории, сейчас бартер *действительно* является быстрорастущей формой экономического обмена, поскольку объединенные в сеть компьютеры решают проблему одновременности. Один недавний пример касался корпорации China Railway, General Electric и Tyson Foods. У China Railway был покупатель, птицепромышленник, который объявил себя банкротом, в результате чего железная дорога стала обладателем мороженой индейки, предоставленной в качестве залога. General Electric продавала железной дороге газотурбовоз с электрической передачей, и China Railway осведомилась, не может ли она заплатить за локомотивы замороженной индейкой. GE, у которой есть отдел торговых операций по электронному бартеру в количестве 18 человек, быстро установила, что Tyson Foods China примет поставку индейки за наличные. China Railway поставила груз индейки Tyson Foods, которая выплатила наличные GE, а затем GE поставила газотурбовозы China Railway. Сделка между GE и China Railway в действительности была обменом индейки на турбовозы, и никакие деньги из рук в руки не переходили. Безналичный обмен, может, и не был частью прошлого, но все больше становится частью будущего.

Оба примера – биткойн и бартер – иллюстрируют, как доллары с каждым днем становятся все менее необходимыми. Это также видно в расцвете региональных торгово-валютных блоков, таких как Северо-Восточная Азия и связь между Китаем и Южной Америкой. Трехсторонняя торговля между Китаем, Японией и Кореей и двусторонняя торговля между Китаем и его соответствующими торговыми партнерами в Южной Америке находятся в числе самых крупных и быстрорастущих торговых взаимоотношений в мире. Ни одна из используемых при этом валют: юань, иена, вон, реал и песо – не приближается к тому, чтобы стать резервной. Но все прекрасно служат торговыми валютами для сделок, счета по которым



ранее выставлялись в долларах. Торговые валюты используются как временный способ вести счет торгового баланса, тогда как резервные валюты располагают обширным количеством потенциально инвестиционных активов, используемых для аккумуляции благосостояния. Даже если эти местные валюты используются для торговли, а не для резервов, каждая транзакция отражает снижение роли доллара.

Если перефразировать Хемингуэя, доверие к доллару утрачивается сначала постепенно, а потом сразу<sup>[272]</sup>. Виртуальные валюты, новые торговые валюты и отсутствие любой валюты, как в случае бартера, – все это симптомы медленной, постепенной потери доверия к доллару. Все это симптомы, а не причина. Причины снижения доверия к доллару – это двойная угроза инфляции и одновременно дефляции, ощущение со стороны многих, что доллар больше не является средством накопления, это лотерейный билет, потенциально стоящий куда больше или меньше номинала по причинам, находящимся за пределами контроля обладателя. Паническая покупка золота и экстренный выпуск СПЗ для восстановления ликвидности, когда это потребуется, станут сигналами стадии быстрой потери доверия.

Волкер был прав в своем утверждении, что доверие необходимо для стабильности любой системы бумажной валюты. К несчастью, ученые-теоретики, которые сейчас отвечают за кредитно-денежную политику, концентрируются исключительно на количественных показателях и самонадеянно принимают доверие как должное.

## **Несостоятельность воображения**

Вслед за нападениями 11 сентября на Нью-Йорк и Вашингтон, разведывательное сообщество США упрекали за неспособность выявить и предотвратить заговоры по угону самолетов. Эта критика достигла крещендо, когда обнаружилось, что отдельные фрагменты оперативной информации, связывающие террористов и обучение летному делу, были по отдельности известны ЦРУ и ФБР, но оба агентства не смогли поделить информацию или связать факты в единое целое.

Колумнист The New York Times Том Фридман предложил лучшее описание того, что именно пошло не так. Фридман написал, что «11 сентября было не провалом разведанных или координации. Это была несостоятельность воображения»<sup>[273]</sup>. Фридман считал, что даже если бы

все факты были известны и различные разведывательные службы ими бы поделились, заговор все же не был бы раскрыт, потому что он был слишком необычным и слишком зловещим, что не соответствовало предвзятому мнению аналитиков о способностях террористов.

С похожей задачей сталкиваются сейчас лица, принимающие в США политико-экономические решения. Данные по экономической эффективности, безработице и наращиванию деривативов внутри мегабанков легкодоступны. Традиционные экономические модели представлены в изобилии, и ими оперируют одни из лучших и наиболее способных аналитиков. Нехватки информации не существует, как и ограничения в оперативных данных, отсутствующая деталь – это воображение. Аналитики ФРС и Уолл-стрит, связанные с использованием моделей, основанных на циклах экономической активности прошлого, кажется, неспособны вообразить опасности, которые в действительности стоят перед экономикой США. Продемонстрированная в ходе нападения 11 сентября несостоятельность попыток вообразить худшее часто выливается в неспособность его предотвратить.

Самая худшая из экономических опасностей, которые стоят перед США, обманчиво проста. Вот как она выглядит:

$$(-1) - (-3) = 2.$$

В этом тождестве первая цифра обозначает номинальный рост, вторая цифра обозначает инфляцию или дефляцию, а правая сторона тождества равна реальному росту. Более привычное представление этого равенства выглядит так:

$$5 - 2 = 3.$$

В этом привычном виде равенство говорит, что мы начинаем с 5 % номинального роста и отнимаем 2 % инфляции, чтобы достичь 3 % реального роста. Номинальный рост – это общая стоимость товаров и услуг, производимых экономикой, а инфляция – это изменение в уровне цен, которое не отражает действительную производительность. Чтобы получить реальный рост, надо отнять инфляцию от номинальной стоимости. Эту же самую поправку на инфляцию можно применить к стоимости активов, процентным ставкам и многим другим результатам обработки данных. Чтобы получить реальную стоимость, необходимо вычесть инфляцию из декларированной или номинальной стоимости.

Когда инфляция превращается в дефляцию, корректировка цены приобретает отрицательное значение, а не положительное, потому что в условиях дефляции цены снижаются. Выражение  $(-1) - (-3) = 2$  описывает, что номинальный рост  $-1\%$  минус изменение цены на  $-3\%$  дает  $2\%$  реального экономического роста. В действительности влияние снижения цен более чем сглаживает снижение номинального роста и таким образом производит реальный экономический рост. Этих условий не было заметно в Соединенных Штатах с конца XIX века. Но они не редки в принципе и не невозможны для США; в действительности, таково было положение Японии в части прошедших 25 лет.

Первое, что необходимо заметить касательно этого тождества, – это то, что *реальный экономический рост  $2\%$  слаб по историческим стандартам, но приблизительно равен экономическому росту США с 2009 г.* В качестве альтернативного сценария, используя вышеприведенную формулу, предположим, что дефляция составляет  $4\%$ , как это в действительности было с 1931-го по 1934 гг. Сейчас выражение имеет вид  $(-1) - (-4) = 3$ . В этом случае *реальный* рост экономики составит  $3\%$ , куда ближе к тенденции и, возможно, не на уровне депрессии. Однако ситуация *высокой дефляции, нулевой процентной ставки и продолжающейся высокой безработицы напоминает депрессию.* Это пример «зазеркального» качества экономического анализа в ситуации дефляции.

Несмотря на вероятность реального роста экономики, казначейство США и Федеральная резервная система боятся дефляции больше, чем каких-либо других экономических последствий. Дефляция означает постоянное снижение уровня цен на товары и услуги. Более низкие цены создают возможности для более высокого стандарта жизни, даже если заработная плата остается на том же уровне, поскольку потребительские товары стоят меньше. Это могло бы показаться желательным результатом, основанным на технологиях и производительности, что выражается в падении со временем цен на определенную продукцию, такую как компьютеры и мобильные телефоны. Почему Федеральная резервная система так страшится дефляции, что прибегает к экстраординарным политическим мерам, разработанным, чтобы вызвать инфляцию? Для этого страха есть четыре причины.

Первая обратная сторона дефляции – это ее влияние на уплату государственного долга. Реальная стоимость долга может колебаться на основе инфляции или дефляции, но номинальная стоимость долга зафиксирована договором. Если кто-то берет в долг 1 млн долл., то он должен уплатить 1 млн долл. плюс процент, независимо от того,

увеличивается или уменьшается реальная стоимость 1 млн долл. в силу дефляции или инфляции. Долг США находится в точке, где никакое практическое сочетание реального роста и налогов не профинансирует выплату взятой займы суммы. Но если ФРС сможет вызвать инфляцию, создающую денежную иллюзию поначалу медленно, а затем быстрее, долг станет обозримым, поскольку будет выплачиваться в менее ценных номинальных долларах. При дефляции возникает противоположная ситуация, и реальная стоимость долга возрастает, что делает его уплату более трудной.

Вторая проблема, связанная с дефляцией, – это ее воздействие на соотношение долга и ВВП. Это соотношение – сумма долга, поделенная на сумму ВВП, причем обе в номинальном выражении. Долг постоянно увеличивается в номинальном выражении из-за продолжающегося дефицита бюджета, который требует нового финансирования, и уплаты процентов, которые финансируются из нового долга. Однако, как показано в предыдущем примере, реальный рост экономики может быть положительным даже при снижении номинального ВВП в условиях, когда дефляция превышает номинальный рост. В соотношении долга и ВВП, когда долг в числителе возрастает, а ВВП в знаменателе уменьшается, соотношение увеличивается. Даже без учета компенсационных выплат соотношение долга к ВВП в США уже находится на самом высоком уровне со Второй мировой войны; с учетом выплат ситуация делается куда хуже. Со временем влияние дефляции может привести соотношение долга и ВВП США на уровень выше, чем у Греции, ближе к уровню Японии. В самом деле, эта дефляционная динамика – одна из причин того, что в настоящее время соотношение долга и ВВП в Японии превышает 200 %, однозначно самый высокий уровень для развитой экономики. Одно из влияний таких заоблачно высоких соотношений на иностранных кредиторов – это в конечном итоге утрата доверия, более высокие процентные ставки, ухудшение дефицита из-за более высоких процентных ставок и в итоге полный кризис уплаты долга.

Третье опасение касательно дефляции связано со стабильностью банковской системы и системным риском. Дефляция увеличивает реальную стоимость денег и таким образом увеличивает реальную стоимость требований кредиторов к заемщикам. Может показаться, что это играет на руку кредиторам за счет заемщиков, и поначалу так и есть. Но по мере развития дефляции фактический объем долга становится слишком велик, и нарастает количество неплатежей заемщиков. Это возвращает убытки банкам-кредиторам и становится причиной их финансовой

несостоятельности. Так что правительство предпочитает инфляцию, поскольку она поддерживает банковскую систему, сохраняя кредитоспособность банков и заемщиков.

Четвертая и последняя проблема, связанная с дефляцией, – это ее влияние на сбор налогов. Эту проблему можно проиллюстрировать, сравнив рабочего, ежегодно получающего 100 000 долл., в двух разных вариантах развития событий. В первом варианте цены неизменны, а рабочий получает прибавку 5000 долл. Во втором варианте цены падают на 5 %, а рабочий не получает прибавки. По состоянию до уплаты налогов в обоих вариантах рабочий получает повышение уровня жизни на 5 %. В первом случае это улучшение осуществляется за счет повышения зарплаты, а во втором его причина – снижение цен, но экономический результат одинаков. Однако после уплаты налогов эти сценарии имеют абсолютно разные последствия. Правительство облагает налогом повышение, например, из расчета 40 %, но правительство *не может обложить налогом* снижение цен. В первом случае рабочий только сохраняет 60 % прибавки после уплаты налогов. Но во втором случае он сохраняет 100 % своей выгоды от снижения цен. Если допустить в первом примере наличие инфляции, материальное состояние этого рабочего может даже еще сильнее ухудшиться, потому что часть прибавки, остающаяся после уплаты налогов, сокращается за счет инфляции, а государство оказывается в более хорошем материальном состоянии, потому что собирает больше налогов, а фактическая стоимость государственного долга снижается. Поскольку инфляция играет на руку правительству, а дефляция выгодна рабочему, правительство всегда благоволит инфляции.

Подведем итоги: Федеральная резервная система предпочитает инфляцию, потому что она сглаживает государственный долг, сокращает соотношение долга к ВВП, поддерживает банки и может быть обложена налогом. Дефляция может помочь потребителям и рабочим, но она бьет по казначейству и банкам, и ФРС ей жестко противостоит. Это объясняет политические меры Гринспена по экстраординарно низкой процентной ставке в 2002 г. и политику нулевой процентной ставки Бернанке, начатую в 2008 г. С точки зрения ФРС, помощь экономике или сокращение безработицы – это второстепенные побочные результаты стремления вызвать инфляцию. Результат этой дефляционной динамики в том, что правительство должно хотеть наличия инфляции, *а ФРС может вызвать ее.*

Эта динамика представляет собой историческое противостояние между природными силами дефляции и потребностью правительства в

инфляции. Пока данные индекса цен показывают угрозу дефляции, ФРС будет продолжать политику нулевой процентной ставки, печать денег и попытки снизить цену доллара на мировых фондовых биржах, чтобы импортировать инфляцию посредством более высоких цен на импорт. Когда данные покажут тенденцию к инфляции, ФРС позволит ей сохраняться в надежде, что номинальный рост станет самоподдерживающимся. Это вызовет выход инфляции из-под контроля посредством поведенческих циклов обратной связи, не включенных в модели ФРС.

В этом отношении Япония – большой предвестник надвигающейся беды. Это азиатское государство переживает неослабевающую базовую дефляцию с 1999 г., но также видела положительный реальный экономический рост с 2003-го по 2007 гг. и отрицательный номинальный рост в 2001-м и 2002 г. Япония не испытывала точного сочетания отрицательного номинального роста, дефляции и положительного реального роста на постоянной основе, но на протяжении последних 15 лет сталкивалась со всеми элементами. Чтобы вырваться из этой спирали, новый премьер-министр Японии Синдзо Абэ, избранный в декабре 2012 г., провозгласил политику «трех стрел»: печать денег для вызывания инфляции, дефицитное финансирование и структурные реформы. Естественный результат такой политики – ослабление валютного курса иены для импорта инфляции, в основном посредством более высоких цен на импорт энергоносителей.

Первоначальная реакция на «абэномику» была в высшей степени благоприятной. За пять месяцев с избрания Абэ иена по отношению к доллару потеряла 17,5 %, от 85: 1 до 103: 1, тогда как фондовый индекс Никкей вырос на 50 %. Комбинация более дешевой иены, эффекта оздоровления от повышения цен на акции и обещаний более обильной печати денег и дефицитного финансирования казались страницей из сценария банкира центробанка о том, как вырваться из дефляционного штопора.

Несмотря на всплеск рыночного энтузиазма касательно «абэномики», 31 мая 2013 г. в Сеуле (Корея) в речи одной из крупнейших фигур японского финансового дела Эисукэ Сакакибара, бывшего заместителя министра финансов по прозвищу «мистер Иена», появилось предупреждение. Сакакибара подчеркнул важность реального экономического роста даже при отсутствии номинального. Он указал, что народ Японии зажиточен и лично преуспевает, несмотря на десятилетия низкого номинального роста. Сакакибара обратил внимание на часто

упускаемый из вида факт, что из-за снижения населения в Японии реальный ВВП на душу населения растет быстрее, чем реальный совокупный ВВП.

Это далеко не история катастрофы: Япония, в которой есть дефляция, снижение численности населения и снижение номинального ВВП, тем не менее может давать для своих граждан устойчивый реальный рост ВВП на душу населения. В сочетании с аккумулированным богатством жителей Японии это условие может привести к зажиточному обществу даже на фоне номинального роста, который заставит большинство банкиров центробанков наводнить экономику деньгами.

Сакакибара, конечно, осознает влияние дефляции на реальную стоимость долга. Соотношение долга к ВВП в Японии нивелируется нулевой процентной ставкой, что предотвращает быстрое начисление сложных процентов. Большая часть государственного долга Японии принадлежит самим японцам, так что зарубежный финансовый кризис такого рода, какой поразил Таиланд в 1997-м и Аргентину в 2000 г., маловероятен. Наиболее впечатляет мнение Сакакибары, что проблемы экономического роста Японии структурные, а не циклические, таким образом, циклические меры наподобие печати денег не помогут; Сакакибара не видит вероятности того, что инфляция в Японии достигнет целевого значения 2 %.

Центральные банки как США, так и Японии игнорируют выводы Сакакибары, что денежные средства не решают структурных проблем и что реальный экономический рост более важен, чем номинальный. Федеральная резервная система и Банк Японии будут применять псевдолекарство в виде печати денег как можно дольше, пока инвесторы в конце концов не потеряют доверие к своим валютам, облигациям или тем и другим сразу. Япония как индикатор, вероятно, пострадает от этого кризиса первой.

Сторонники Федеральной резервной системы, обороняясь, спрашивают: «А что еще могла бы сделать ФРС?» Если бы ФРС не прибегла к чрезвычайной печати денег в 2009 г. и в дальнейшем, по-видимому, цены на активы упали бы еще ниже, безработица была бы значительно выше, а рост ВВП значительно хуже. Результатом могло бы стать резкое сокращение при росте числа банкротств и крахе промышленного производства, сходное с депрессией 1920 г. Короче говоря, защитники ФРС доказывают, что, кроме создания денег в беспрецедентном количестве, в действительности никакого выбора не было.

С этой точки зрения проблемы осуществления стратегии выхода из

денежной экспансии лучше поддаются контролю, чем проблемы экономической депрессии. Защитники утверждают, что ФРС в 2009 г. встала на верный путь и упорно продолжает делать свое дело с огромным мастерством. Это широко распространенное мнение, которое нашло выражение в современном мифе о Бернанке как о герое; сейчас этот нимб переходит к Джанет Йеллен.

История депрессий в Соединенных Штатах с 1837 г. и далее поддерживает иную точку зрения на действия ФРС. Согласно этому видению, ФРС должна была только обеспечить достаточную ликвидность для облегчения худшей стадии финансовой паники в конце 2008 г. В дальнейшем ФРС должна была ограничить объем избыточных резервов и нормализовать процентные ставки в районе 1-2 %. Большинство крупных банков, включая Citibank, Morgan Stanley и Goldman Sachs, должны были быть временно национализированы, число владельцев их акций ограничено, а держатели их облигаций подвергнуться принципиальным сокращениям, насколько это необходимо для возмещения капитала. Эти банки могли бы быть лишены нерентабельных активов под внешним управлением, а затем помещены под долгосрочное государственное попечение для ликвидации в интересах налогоплательщиков, когда позволят обстоятельства. Руководство этих банков должно быть уволено, по мере подтверждения фактов должны быть применены дисциплинарные меры и привлечение к уголовной ответственности. Наконец, должно быть предусмотрено падение цен на активы, в особенности недвижимость и акции, до уровня значительно более низкого, чем он был в 2009 г.

В этом варианте развития событий банкротства и безработица в 2009-2010 гг. были бы куда выше, а стоимость активов куда ниже, чем это есть в настоящее время. 2009 г. напоминал бы 1920 г. по суровости депрессии со взлетающей до небес безработицей, крахом промышленного производства и широко распространенными коммерческими провалами. Но был бы достигнут переломный момент. Государственные банки могли бы быть изъяты для общественного пользования с чистыми балансами и были бы готовы выдавать ссуды. Фонды прямых инвестиций нашли бы производительные активы по низким ценам и начали инвестирование. Избыточная рабочая сила со сниженными затратами на рабочую силу в расчете на единицу продукции могла бы быть мобилизована для увеличения производительности, и начался бы устойчивый, а не безжизненный рост. Депрессия должна была бы закончиться к 2010 г., а в 2011-м и 2012 гг. реальный экономический рост составил бы 4-5 %.

Преимущество жестокой депрессии 2009 г. – это не ее жестокость как



таковая. Никто не хочет разыгрывать поучительную историю о жадных банкирах, которые получают по заслугам. Дело с жестокой депрессией 2009 г. в том, что она бы стала толчком для структурных изменений, которых требует экономика США. Она бы также перенаправила активы с паразитических стремлений в банковском деле на производственные цели в технологиях и промышленности. Она переместила бы затраты на рабочую силу в расчете на единицу продукции на новый, более низкий уровень, который стал бы конкурентным в мировом масштабе, если принять во внимание растущую производительность США. Нормализованная процентная ставка вознаградила бы вкладчиков и помогла усилить доллар, делая США магнитом для притока капитала со всего мира. Экономика была бы обусловлена инвестициями и экспортом, вместо того чтобы полагаться на парадигму потребления «бери в долг и трать». Структура экономического роста более близко напоминала бы 1950-е, когда потребление составляло около 60 %, чем недавние десятилетия, когда потребление приближалось к 70 %. Это виды разумных долгосрочных структурных усовершенствований, которые бы воздействовали на экономику США посредством одномоментной ликвидации излишнего долга, использования заемных средств и гротескной сверхэкспансии финансов.

Неправильно говорить, что у Федеральной резервной системы не было выбора в управлении экономикой в начале депрессии. Правильно говорить, в соответствии с фразой Тома Фридмана, что несостоятельность воображения помешала им увидеть, что проблемы экономики структурны, а не цикличны. ФРС применяла устаревшие модели общего равновесия и закрывала глаза на структурные проблемы. Руководство ФРС и казначейства избегло резкой депрессии в 2009 г., но создало более мягкую депрессию, которая продолжается и сегодня и будет продолжаться бесконечно. Официальные лица Федеральной резервной системы и казначейства и их работники повторяют, что в 2009 г. они хотели избежать ошибок Японии 1990-х. Вместо этого они повторили все до единой ошибки Японии в неудаче по осуществлению необходимых структурных усовершенствований на рынках труда, уничтожению банков-зомби, снижению налогов и сокращению регулирования нефинансового сектора. США – это Япония в более крупном масштабе с теми же высокими налогами, низкими процентными ставками, которые ставят вкладчиков в невыгодное положение, негибкостью рынка труда и системообразующими банками.

«Абэномика» и печать денег Федеральной резервной системой

одинаково яростно концентрируют внимание на том, чтобы избежать дефляции, но реальная дефляция как в Японии, так и в США не аномальна. Это убедительный ценовой сигнал, что в системе имеется слишком большая задолженность и слишком много непроизводительных инвестиций, предшествующих краху. В Японии чрезмерны вложения в инфраструктуру, подобно тому как в США чрезмерны вложения в недвижимость. В обоих случаях использованный не по назначению капитал достиг уровня, когда его необходимо списать, чтобы освободить банковские балансовые счета для осуществления новых, более эффективных кредитов. Но этого не случилось.

Вместо этого в результате политической коррупции и кумовства регуляторы в обеих странах сохранили нетронутыми нездоровые балансовые счета, а также гарантию занятости банкиров. Вызванные дефляцией ценовые сигналы были заглушены печатью денег так же, как проблемы у спортсменов маскируются стероидами. Но дефляция не уходит, и она так и не уйдет, пока не осуществятся структурные усовершенствования.

США могут находить ложное мужество в кажущемся успехе Японии, используя ее модель как доказательства продолжения собственной политики количественного смягчения. Но знаки Японии вводят в заблуждение, состоят из большего количества иллюзии денег и новых пузырей активов. Япония достигла перепутья первой; она сделала выбор в пользу пути «абэномики». ФРС необходимо более критично взглянуть на мнимое спасение Японии от депрессии. Если мы последуем за ней, оба государства навлекут на себя острые кризисы долга. Единственная разница может быть в том, что Япония достигнет этой цели первой.

## Глава 11. Водоворот

*Никто на самом деле не понимает цен на золото, и я тоже не буду притворяться, что понимаю их.*

*Бен Бернанке, бывший председатель совета управляющих Федеральной резервной системы. 18 июля 2013 г.*

*Я думаю, что на данный момент эта мировая цивилизация перешла свои границы... потому что она создала такой культ денег... [\[274\]](#)*

*Папа Римский Франциск. 26 июля 2013 г.*

### Снежинка и лавина

Лавина – это близкая аналогия финансового краха. На самом деле это больше чем аналогия, потому что системный анализ снежной лавины идентичен анализу того, как крах одного банка вызывает каскад банкротств других.

Лавина начинается со снежинки, которая нарушает покой других, и, по мере наращивания темпа, процесс вылетает из-под контроля. Снежинка похожа на банкротство единичного банка, за которым следует возрастающая паника, заканчивающаяся тем, что финансисты теряют работу и вынуждены освободить помещения разрушенных фирм Уолл-стрит, неся свои фото в рамках и кружки для кофе. Как снежная лавина, так и банковская паника – это примеры сложных систем, испытывающих то, что физики называют фазовым переходом: быстрая, непредсказуемая трансформация из стабильного состояния в дезинтеграцию, в конечном итоге приход в состояние покоя в новом состоянии, совершенно не сходном с отправной точкой. Динамика одна и та же, как и рекурсивные математические функции, используемые для моделирования обоих процессов. Важно, что отношение между частотой и степенью тяжести событий как функция от масштаба системы, называемое *распределением степеней*, также одинаково.

При оценивании риска финансового краха необходимо не только

представить себе лавину, но и изучить ее. Теория сложных вычислений, впервые выдвинутая в начале 1960-х, нова в истории науки, но она предлагает поразительное проникновение в поведение сложных систем. Многие аналитики используют слова «сложносоставной» и «сложный» как равноправные, но это неточность. *Сложносоставной* механизм, такой как часы на площади Святого Марка в Венеции, может иметь много движущихся частей, но его без труда можно собрать и разобрать. Детали не адаптируются друг к другу, а сами часы не могут внезапно превратиться в воробья и упорхнуть. Напротив, *сложные* системы иногда действительно трансформируются и улетают, или скатываются вниз с горы, или разрушают страны. Сложные системы включают движущиеся части, называемые автономными агентами, но эти агенты не просто двигаются. Они различны, взаимосвязаны, взаимодействуют и адаптируются. Их разнообразие и взаимосвязанность до некоторой степени поддаются моделированию, но взаимодействие и адаптация быстро ветвятся на кажущуюся бесконечность итоговых результатов, которые можно смоделировать теоретически, но не на практике. Иначе говоря, можно знать, что плохие вещи могут случиться, но никогда нельзя знать точно когда.

Разнообразные часы и моторы – это примеры несвободных систем, которые являются сложносоставными, но не сложными. Напротив, сложные системы встречаются повсюду, например землетрясения, ураганы, торнадо – и фондовые рынки. Каждый человек – это сложная система. Миллиард людей, вовлеченных в торговлю акциями, облигациями и деривативами, образует чрезвычайно сложную систему, которая представляет непреодолимую трудность для постижения, не говоря про вычисление. Эта трудность задачи вычисления не означает, что политики и специалисты по управлению рисками должны опустить руки или использовать воображаемые модели наподобие «экономической стоимости риска». Управление рисками возможно при правильном сочетании инструментов сложных вычислений и еще одной необходимой вещи: смирении относительно возможностей познания.

Вспомните лавину. Альпинисты и лыжники, находящиеся в группе риска, никогда не могут знать, когда лавина начнет движение или которая из снежинок его вызовет. Но они точно знают, что определенные условия более опасны, чем другие, и что возможно принять меры предосторожности. Тщательно изучается влажность или сухость снега, как и температура воздуха и скорость ветра. Что более важно, альпинисты изучают размер снежного покрова, то, что физики называют масштабом

системы. Те, кто находится в опасности, знают, что большой снежный покров может вызвать не просто большой сход, а лавину, *сильнее экспоненциально*, в геометрической прогрессии. Разумные приспособления включают расположение селений в стороне от глубоких ущелий, катание на лыжах вне путей скольжения лавины и восхождение по линиям горного хребта поверх снега. Альпинисты могут также *уменьшить масштаб* системы снежного покрова с помощью динамита. Нельзя предсказать лавины, но можно постараться оказаться в безопасности.

На фондовых рынках регуляторы слишком часто не оказываются в безопасности, а скорее увеличивают опасность. Разрешать банкам накапливать пакеты деривативов – это все равно что игнорировать накопление снежной массы. Позволить J. P. Morgan расти – это все равно что строить селение на пути схода лавины. Использовать экономическую стоимость риска для измерения опасности для рынка – это все равно что строить горнолыжный подъемник на нестабильный снежный покров с бесплатными билетами для всех. Современная политика финансового регулирования сбилась с курса, потому что модели управления рисками дефектны. Еще более беспокоит тот факт, что руководство Уолл-стрит знает об их дефектности, но все равно их использует, потому что эти модели допускают более высокую долю заемных средств, более высокую выгоду и более крупные бонусы. Регуляторы подозревают то же самое, но тянут время, часто в надежде получить работу в банках, которые они регулируют. Говоря метафорически, поместья банкиров находятся высоко на горном хребте, вдали от селения, тогда как его обитатели, рядовые американцы и жители всего мира находятся на пути опасности.

Финансовые лавины подстрекаемы жадностью, но жадность – это не исчерпывающее объяснение. Паразитическое поведение банкиров, еще один фазовый переход, в полной мере типично для общества, приближающегося к краху. Благосостояние больше не создается, оно изымается у других. Паразитическое поведение не ограничивается банкирами, оно также поражает высших правительственных чиновников, глав корпораций и социальный слой элиты.

Ключ к сохранению благосостояния – это понимать процесс и искать убежище от лавины. Инвесторы не беспомощны перед лицом этого упадка.

## **Риск, неопределенность и критичность**

Классическое толкование финансового риска содержится в знаковой

работе Фрэнка Х. Найта 1921 г. «Риск, неопределенность и прибыль». Найт проводит различие между *риском*, под которым он понимает неизвестный результат, который тем не менее можно смоделировать с некоторой степенью ожиданий или возможности, и *неопределенностью*, неизвестным результатом, который никак нельзя смоделировать. Игра в покер, техасский холдем, – это пример риска в том смысле, в котором этот термин использовал Найт. Когда карта вот-вот будет перевернута, игрок не знает наперед, какой она будет, но зато он знает с *определенностью*, что это будет один из 52 возможных вариантов одной из четырех мастей. Чем больше карт перевернуто, тем выше определенность, потому что некоторые варианты уже исключены предыдущей игрой. Азартный игрок рискует, но он не имеет дела с неопределенностью.

Теперь представим, что игрок настаивает на использовании карт, принимающих любое значение по его желанию. В таком варианте игры он может переназначить номинал и масть любой карты, чтобы получить лучшую комбинацию, например фулхаус или стрит-флеш. С технической точки зрения это не совсем неопределенность, по Найту, но близко к ней. В этом случае даже лучшие игроки в покер с превосходными навыками подсчета не смогут высчитать случайности выигрыша. Вот почему профессиональные игроки в покер питают отвращение к подобным вариантам игры, а любители их обожают. Игра с использованием карт, принимающих любое значение, – это также хорошее приближение к сложности. Превращение двойки трюф в пикового туза с бухты-барахты напоминает фазовый переход – непредсказуемый, мгновенный и потенциально катастрофичный, если ты на терпящей поражение стороне.

Работа Найта вышла за 40 лет до появления теории сложности, до того, как пришествие компьютера сделало возможными перспективные исследования в области случайности и стохастических систем. Его разделение финансовой среды на черно-белые миры риска и неопределенности в то время было полезно, но сегодня существует больше оттенков серого.

Случайные величины – это то, что нельзя предсказать, но им могут быть присвоены значения на основе вероятности возникновения с течением времени или в длинной серии. Игра в орлянку или в карты – хорошо известные примеры. Невозможно знать, что выпадет следующим – орел или решка, и невозможно знать, будет ли следующая карта на столе пиковым тузом, но можно вычислить шанс. Стохастические модели – это модели, которые описывают системы, основанные на введении случайных величин. Такие системы не детерминированы, они вероятностны, и,

применительно к финансовому рынку, они позволяют определять цены и стоимости на основе вероятностей. Таково было определение риска Найта. Стохастические системы могут включать нелинейные функции, или экспоненты, которые обуславливают огромное изменение в результатах при малых отклонениях исходных данных.

Стохастические модели дополняются интегральным исчислением, которое измеряет размер, и дифференциальным исчислением, которое измеряет изменение. Регрессии, которые являются ретроспективными связями одной переменной с другой, позволяют исследователям устанавливать соотношение между определенными событиями. Эта систематика случайных величин, стохастических систем, нелинейных функций, исчисления и регрессии представляет собой набор инструментов современного финансового дела. Применение этого инструментария к установлению цен на деривативы, экономической стоимости риска, кредитно-денежной политике и экономическому прогнозированию помещает человека на передний край экономической теории.

За передним краем находится теория сложности. Основная масса экономистов не была благосклонна к сложности, частично потому что она обнаруживает, что большая часть экономических исследований прошедшего столетия бесполезна или глубоко неполноценна. Сложность – это существенный пример того, как новая наука опрокидывает старые научные системы. Неспособность экономистов принять новую науку о сложности в той или иной мере способствует объяснению, почему крахи рынка в 1987, 1998, 2000 и 2008 гг. были и неожиданными, и более жесткими, чем эксперты считали возможным.

Сложность предлагает способ понять динамику циклов обратной связи через рекурсивные функции. Они имеют так много мгновенных текущих итераций, что скачкообразные результаты могут возникать от мельчайших подробностей, *слишком малых даже для наблюдения*. Пример – атомная бомба. Физики знают, что когда высокообогащенный уран приведен в *критическое состояние*, при применении нейтронного генератора последует катастрофический взрыв, который может сравнять с землей крупный город, однако они *не* знают в точности, какая субатомная частица запустит цепную реакцию. Современные экономисты проводят время в поисках этой субатомной частицы, при этом игнорируя критическое состояние системы. Они ищут снежинки и игнорируют лавину.

Еще одно формальное свойство сложных систем заключается в том, что размер худшего события, которое может произойти, – это экспоненциальная функция от масштаба системы. Если размер сложной

системы увеличивается вдвое, системный риск не удваивается, он может увеличиться в 10 и более раз. Вот почему каждый финансовый крах становится «сюрпризом» для банкиров и регуляторов. По мере того как масштаб системы увеличивается по производным, системный риск растет по экспоненте.

*Критичность* означает, что система находится на грани краха. Не каждая сложная система находится в критическом состоянии, некоторые могут быть устойчивыми или докритическими. Одна из проблем для экономистов в том, что сложные системы *не* в критическом состоянии часто ведут себя как не сложные системы, а их стохастичность может казаться устойчивой и предсказуемой вплоть до момента критичности, и на этом этапе интеграционные свойства проявляют себя и разворачивается катастрофа, которую слишком поздно остановить. И в этом случае иллюстрацией служит тоже обогащенный уран. 35-фунтовый кусок урана в форме куба не представляет никакого риска. Это комплексная система, субатомные частицы в ней взаимодействуют, адаптируются и распадаются, но надвигающейся катастрофы нет. Но когда этот кусок урана высокоточно спроектирован в виде двух частей, одна размером с грейпфрут, а вторая напоминает бейсбольную биты, и эти части с силой прижимают друг к другу посредством высоковольтных веществ, результатом становится атомный взрыв. Система переходит от докритического в критическое состояние посредством проектирования.

Сложные системы также могут переходить из докритического в критическое состояние спонтанно. Они трансформируются тем же образом, как гусеница превращается в бабочку, этот процесс физики называют *самоорганизованной критичностью*. Социальные системы, включающие фондовые рынки, характеризуются подобной самоорганизованной критичностью. В один день на фондовой бирже все тихо, а на следующий день на ней неожиданно случается крах. Обвал фондовой биржи на 22,6 % за день в «черный понедельник» 19 октября 1987 г. и потеря 7 % за 15 минут «мгновенного обвала» 6 мая 2010 г. – оба эти случая – примеры самоорганизации финансовой системы в критическом состоянии; на этом этапе для начала кризиса требуется одна снежинка или одно распоряжение на продажу. Конечно, возможно постфактум вернуться и найти конкретное распоряжение на продажу, которое предположительно запустило крах рынка (это пример охоты за снежинками). Но это распоряжение на продажу не имеет значения. Что действительно имеет значение, так это состояние системы.



## Игры с золотом

Манипуляции центральных банков на рынке золота – это пример действий в сложной системе, которые могут стать причиной достижения ею критического состояния.

Это вмешательство центробанков в рынки золота не ново, а также неудивительно. Постольку золото – это деньги, а центральные банки контролируют деньги, центральные банки должны контролировать золото. Перед частичной демонетизацией золота в середине 1970-х вовлеченность центробанка в рынки золота была, возможно, не манипуляцией, а политическим делом, хотя эта политика велась непрозрачно.

Во времена после Бреттон-Вудса случилось множество хорошо задокументированных манипуляций центробанков на рынке золота. Председатель совета управляющих Федеральной резервной системы Артур Бернс написал секретный меморандум президенту Джеральду Форду, в котором утверждалось:

«Широко ставится вопрос, должны ли центральные банки и правительства иметь возможность свободно покупать золото... по контрактным ценам, привязанным к рыночным... Федеральная резервная система против...

Раннее снятие существующих ограничений по... официальным закупкам с частного рынка может существенно высвободить ресурсы и вызвать действия, которые могут увеличить относительную важность золота в кредитно-денежной системе...

Такая свобода может дать государствам стимул переоценить свои официальные золотые запасы по контрактным ценам, привязанным к рыночным... Создание ликвидности такого экстраординарного размера может подвергнуть серьезной опасности и, возможно, даже сорвать наши попытки... взять инфляцию под контроль.

...У меня есть тайная письменная договоренность с Bundesbank... что Германия не будет покупать золото ни с рынка, ни у другого правительства по цене выше официальной цены

42,22 долл. за унцию»<sup>[275]</sup>.

Всего через три дня после написания меморандума Бернса президент Форд направил письмо канцлеру Германии Хельмуту Шмидту, включающее рекомендации Бернса:

**БЕЛЫЙ ДОМ ВАШИНГТОН 6 июня 1975 г.**

Уважаемому м-ру канцлеру:

«...У нас... есть четкое мнение, что необходимо обеспечить определенные меры предосторожности, чтобы тенденция не развилась до такой степени, чтобы вернуть золото в центр системы. Мы должны принять меры для того, чтобы у правительств не было возможности начать активную торговлю золотом между собой с целью создания золотого блока или восстановления уверенности в золоте как основном международном денежном средстве. Принимая во внимание проблему инфляции общемирового масштаба, мы также должны предотвратить любое дальнейшее крупное увеличение международной ликвидности. Если правительства смогут совершенно свободно торговать друг с другом по контрактным ценам, привязанным к рыночным, мы можем усугубить нашу собственную общую проблему инфляции...»<sup>[276]</sup>

*Искренне Ваш, Джеральд Р. Форд*

Манипуляции центробанков на рынке золота не были присущи только 1970-м, они продолжились и в следующие десятилетия. Судебное рассмотрение иска по Закону о свободе информации против Федеральной резервной системы, поданного правозащитной организацией, обнаружило протоколы заседания секретного Комитета по золоту и иностранным валютам управляющих центробанков G-10, проведенного в Банке международных расчетов (БМР) 7 апреля 1997 г. Этот комитет – последователь печально известной схемы фиксирования цен Лондонского золотого пула 1960-х<sup>[277]</sup>. Протокол, подготовленный Дино Косом из Федерального резервного банка Нью-Йорка, включает следующие моменты:

«...В мае 1996 г. на рынке ежедневно продавался объем золота, эквивалентный 3 млрд долл. 75 % объема составляли товарообменные сделки... Золото традиционно остается кулуарным рынком.

Сдача золота в аренду также была значительной частью этого рынка, в чем росте очень большую часть составляли центробанки. Центральные банки в свою очередь, когда на них надавливали, отвечали, что превращают не приносящий дохода актив в тот, что создает как минимум какой-то положительный эффект... Центральные банки по большей части одалживали золото на срок 36 месяцев... Центральные банки несли некоторую ответственность за рынок сдачи золота в аренду, поскольку именно их активность сделала возможным запуск этого рынка... Золото действительно играет роль кубышки и в международной кредитно-денежной системе.

...БМР не продавал никакого золота много лет. БМР сдавал его в аренду.

[Питер] Фишер (Соединенные Штаты)... заметил, что цена на золото... исторически не изменялась относительно стоимости добычи. Это, кажется, предполагало постоянный дисбаланс спроса и предложения... У него было ощущение, что рынок сдачи золота в аренду был важной частью этой головоломки...

Майнерт (Германия) задал вопрос, как большая продажа может повлиять на рынок. Что случится, если, например, центральные банки продадут 2500 т – эквивалент ежегодной добычи... Вызов Майнерта никто не принял...

[Питер] Фишер объяснил, что золото США принадлежит казначейству. Однако казначейство выпускает золотые сертификаты для резервных банков, таким образом золото... также появляется в балансовых счетах Федеральной резервной системы. Переоценка в сторону повышения могла бы произойти; однако [для предотвращения увеличения балансовых счетов ФРС] это бы привело к продаже государственных ценных бумаг»<sup>[278]</sup>.

Позднее, 17 сентября 2009 г., бывший член совета управляющих Федеральной резервной системы Кевин Уорш направил письмо юридической компании из Вирджинии, отклоняя ходатайство на основе Закона о свободе информации о предоставлении документации по золотым свопам ФРС на том основании, что у ФРС есть привилегии в вопросе «... информации, имеющей отношение к соглашениям о свопах с иностранными банками в интересах Федеральной резервной системы»<sup>[279]</sup>. В то время как ходатайство на основе Закона о свободе информации было отклонено, письмо Уорша как минимум подтверждало, что свопы центробанков существуют.

31 мая 2013 г. Эисукэ Сакакибара, бывший заместитель министра финансов Японии, охотно напомнил, как японское правительство в середине 1980-х секретно приобрело 300 т золота<sup>[280]</sup>. Эта покупка золота не появилась в качестве резервной позиции Банка Японии, о которой сообщал Всемирный совет по золоту, потому что она осуществлялась министром финансов, а не центральным банком.

«Мы купили 300 т золота в 1980-х, чтобы отчеканить памятную монету в честь 60-летия правления императора Хирохито. Это была очень сложная операция. Мы работали через J.P. Morgan и Citibank. Мы не могли обнародовать свои действия, потому что это было очень большое количество, и мы не хотели, чтобы цены на золото сильно поднялись. Так что мы купили золотые фьючерсы, которые очень ликвидны, и затем удивили рынок, выступив за поставку! Некоторые из поставленных слитков были «три девятки» [чистота 99,9 %], но мы их расплавили и очистили до «четырех девяток» [чистота 99,99 %], потому что для императора можно было использовать только самое чистое золото».

Вышеприведенные документальные свидетельства – это лишь верхушка айсберга в том, что касается манипуляций на официальном рынке золота, осуществляемых центробанками, министерствами финансов и их соответствующими банками-агентами. Однако без всяких сомнений можно установить, что правительства используют в вопросе золота сочетание покупок, продаж, аренды, свопов, фьючерсов и политического давления, чтобы осуществить целевую программу, и делают это не одно десятилетие, с окончания бреттон-вудского соглашения. Официальные продажи золота, которые сбивали цены, широко практиковали западные центробанки с

1975-го по 2009 г., но это резко закончилось в 2010 г., поскольку цены на золото взлетели и граждане усомнились в мудрости продажи столь ценного актива.

Самый печально известный и широко критикуемый случай включал продажу 395 т золота Великобритании министром финансов Гордоном Брауном в ходе серии аукционов с июля 1999-го по март 2002 г.<sup>[281]</sup> Средняя цена, полученная Великобританией, составляла около 275 долл. за унцию. Если использовать ориентирную цену 1500 долл. за унцию, убытки граждан от промаха Брауна превысили 17 млрд долл. Но более серьезным ущербом, чем потерянное благосостояние, было ослабление статуса Великобритании в рядах мировых золотых сил. С недавних пор открытые продажи золота центральными банками как форма ценовой манипуляции потеряли популярность, поскольку золотые резервы истощены, цены резко выросли, а Соединенные Штаты примечательным образом отказались продавать собственное золото.

Более мощные техники ценовой манипуляции, используемые центробанками и их частными банками-агентами, включают свопы, форвардные сделки и фьючерсы или аренду. Эти транзакции с «бумажным золотом» позволяют масштабно использовать заемные средства и оказывать давление в сторону понижения на цены на золото, тогда как физическое золото редко покидает сейфы центробанка.

Золотой *своп* обычно осуществляется между двумя центральными банками как обмен золота на валюту с обещанием осуществить обратную сделку в будущем. Тем временем сторона, получающая валюту, может инвестировать ее в целях получения дохода в течение срока свопа.

*Форвардные* и *фьючерсные* сделки с золотом осуществляются либо между частными банками и партнерами, либо на биржах. Это договоры, которые обещают поставить золото в будущем; различие между форвардной и фьючерсной сделкой в том, что форвардная осуществляется без посредника, с известным партнером, а фьючерсная заключается анонимно на бирже. Стороны получают прибыль или терпят убытки в зависимости от того, поднимается или падает цена на золото между датой заключения договора и датой поставки в будущем.

При договоре *аренды* центральный банк сдает свое золото в аренду частному банку, который продает это золото на форвардной основе. Центральный банк получает плату за аренду, как ренту. Когда центральный банк дает в аренду золото, это дает частному банку правооснование, необходимое для осуществления форвардной продажи. Рынок форвардных продаж затем расширяется за счет практики продаж *неаллокированного*

золота. Когда банк продает такое обезличенное золото покупателю, тот не вступает в обладание конкретными золотыми слитками. Это позволяет банкам заключать многочисленные договоры на продажу с многочисленными партнерами, используя *одно и то же* золото. При заключении *аллокированных* сделок у клиента есть непосредственное право собственности на конкретные пронумерованные слитки в хранилище.

У этих схем есть одна общая черта: физическое золото редко перемещается с места на место, а одно и то же золото можно предоставлять в залог для поддержания многочисленных договоров. Если Федеральный резервный банк Нью-Йорка дает в аренду 100 т J. P. Morgan в Лондоне, то J. P. Morgan получает законное владение на основании договора аренды, но золото остается в хранилищах Федерального резервного банка в Нью-Йорке. Имея право собственности, J. P. Morgan в дальнейшем может продать одно и то же золото десять раз различным покупателям на неаллокированной основе.

Сходным образом банк наподобие HSBC может войти на фьючерсный рынок и продать 100 т золота покупателю для доставки через три месяца, и банку для этого не нужно физическое золото. Продавцу только нужно отвечать требованиям о внесении маржинального депозита наличными, который составляет малую часть стоимости золота. Эти сделки по бумажному золоту с использованием заемных средств значительно более эффективны для манипуляции рыночными ценами, чем прямые продажи, потому что золоту нет необходимости покидать хранилища центрального банка, и размер способности обеспечить сбыт во много раз больше, чем золото, имеющееся на руках.

Самый простой для центробанков способ завуалировать свои действия на рынках золота – это использовать банки-посредники вроде J. P. Morgan. Патриарх всех банков-посредников – это Банк международных расчетов (БМР), расположенный в Базеле, Швейцария. То, что БМР работает для клиентов-центробанков на рынках золота, неудивительно; в действительности это было одной из причин создания БМР в 1930 г. БМР ведет свою бухгалтерские книги и финансовую отчетность в СПЗ, как МВФ. На веб-сайте БМР прямо говорится: «Около 90 % вложений наших клиентов выражены в валютах, а остальные в золоте... Золотые депозиты на 31 марта 2013 г. исчислялись в 17,6 млрд СПЗ [около 27 млрд долл.]... на 31 марта 2013 г. банку принадлежали 115 т чистого золота»<sup>[282]</sup>.

83-й ежегодный отчет БМР за период по 31 марта 2013 г. гласит:

«Банк совершает сделки... с золотом в интересах своих

покупателей, таким образом обеспечивая доступ к крупной базе ликвидности в области, например, регулярного изменения баланса портфелей резервов или крупных изменений в распределении резервных валют... Кроме того, банк предоставляет услуги по золоту, такие как покупка и продажа, бессрочные вклады, срочные депозиты, закладные счета, повышение категории и аффинаж, и смена местонахождения»<sup>[283]</sup>.

*Бессрочные* вклады в золоте неаллокированные, а *закладные* счета в золоте аллокированные. В финансовом деле «бессрочный» – это старый юридический термин, означающий «выплачивающийся по требованию или предъявлению к оплате», хотя нет необходимости иметь это наличное золото, пока такое требование в действительности не поступит. В действительности у БМР нет своих собственных золотых хранилищ, он использует другие складские мощности, включая Федеральный резервный банк. БМР достигает того же уровня использования заемных средств, что и его приятели – частные банки, используя аренду, форвардные сделки и фьючерсы.

Примечательно, что подстрочное примечание 15 к принципам финансовой отчетности в ежегодном отчете БМР за 2010 г. гласит: «Золотые займы включают в себя срочные золотые займы *коммерческим банкам*»<sup>[284]</sup>. К 2013 г. это же подстрочное примечание гласило: «Золотые займы включают срочные золотые займы»<sup>[285]</sup>. Очевидно, БМР решил, что будет мудро скрыть тот факт, что он имеет дело с частными коммерческими банками. Это вымарывание оправданно, потому что БМР – это один из главных каналов связи для манипуляций на рынке золота. Центральные банки помещают золото на депозиты в БМР, который затем сдает его в аренду коммерческим банкам. Эти коммерческие банки продают золото на неаллокированной основе, что дает десять долларов продаж или даже больше на каждый доллар золотых депозитов в БМР. На рынок золота оказывается масштабное давление в сторону понижения, но никакое физическое золото не меняет владельца. Это доведенная до совершенства система подавления цены на золото.

В то время как присутствие центробанков на рынках золота несомненно, точные времена и места манипуляций не обнародуются. Но можно сделать интригующие предположения. Например, 18 сентября 2009 г. МВФ санкционировал продажу 403,3 т золота<sup>[286]</sup>. Из этого количества



212 т были проданы в течение октября и ноября 2009 г. центральным банкам Индии, Маврикия и Шри-Ланки. Еще 10 т были проданы в сентябре 2010 г. Центральному банку Бангладеш. Эти продажи были совершены по предварительному соглашению во избежание нанесения ущерба рынку. Продажа остальных 181,3 т осуществлена 17 февраля 2010 г., но покупатели так и не были обнародованы. МВФ заявил, что остальные продажи были «на рынке», но также сказал: «...инициирование продаж на рынке не исключает в дальнейшем внерыночной продажи золота напрямую заинтересованным центральным банкам или другим официальным держателям». Другими словами, 181,3 т могли с легкостью отправиться в Китай или в БМР.

В то же время как продажи золота МВФ были объявлены и проводились, БМР сообщал о резком скачке своего собственного золотого запаса. Золото БМР выросло со 154 т в конце 2009 г. до более чем 500 т в конце 2010 г. Возможно, МВФ отправил часть незарегистрированных 181,3 т в БМР, а банковский департамент БМР, который в то время контролировал Гюнтер Плайнс, бывший банкир центробанка Германии, продал это золото Китаю. Также возможно, что крупный приток золота был связан с золотыми свопами от потерявших надежду европейских банков, пытающихся привлечь наличные, чтобы уплатить по своим обязательствам, поскольку стоимость их активов рухнула во время кризиса государственного долга. Ответ не назван, но в любом случае БМР был готов помочь осуществлению этой непрозрачной деятельности касательно золота, как он это делал для нацистов и всех остальных, начиная с 1930 г.

Мотивация для манипуляций центробанков на рынке золота так же неявна, как и используемые методы. Центральным банкам требуется инфляция, чтобы сократить реальную стоимость государственного долга и переместить благосостояние от вкладчиков в банки. Но центробанки также работают над сдерживанием цены золота. Эти сдвоенные цели, кажется, трудно согласовать. Если центральным банкам нужна инфляция, а повышающаяся цена на золото инфляционна, зачем центробанкам нужно сдерживать цену на золото?

Ответ в том, что центральным банкам, и в первую очередь Федеральной резервной системе, действительно нужна инфляция, но им нужно, чтобы эта инфляция была *упорядоченной*, а не беспорядочной. Им надо, чтобы инфляция поступала малыми дозами, так чтобы оставаться незамеченной. Золото высоковолатильно, и когда цена резко скачет вверх, это вселяет инфляционные ожидания. Федеральная резервная система и БМР сдерживают цены на золото не для того, чтобы держать их низкими



неограниченное время, но для того, чтобы упорядочить их повышение, так чтобы вкладчики не заметили инфляции. Центральные банки действуют как девятилетний мальчик, который видит в мамином кошельке пятьдесят долларов и утаскивает один, думая, что она не заметит. Мальчик знает, что если он возьмет двадцать, мама *точно* заметит и накажет его. Инфляция в 3 % ежегодно едва заметна, но если она продолжается в течение двадцати лет, то сокращает стоимость государственного долга в половину. Такая медленная постоянная инфляция и есть цель центробанков. Управление инфляционными ожиданиями с помощью манипуляций по снижению цен на золото было принципом, изложенным главой ФРС Артуром Бернсом президенту Джеральду Форду в секретном меморандуме 1975 г. Ничего не изменилось.

Однако с того момента у центробанков появился даже более зловещий мотив манипулировать ценой на золото. Цена на золото должна сохраняться низкой, пока баланс золотых запасов между крупнейшими экономическими силами не будет изменен, и это изменение баланса должно быть завершено до краха международной кредитно-денежной системы. Когда мир вернется к золотому стандарту, будь то по собственному желанию, чтоб создать инфляцию, или по необходимости, чтобы восстановить доверие, будет критично получить поддержку от всех крупнейших мировых экономических центров. Крупная экономика, у которой нет достаточного количества золота, либо будет вытеснена на периферию любой новой конференции в духе бреттон-вудской, либо откажется принимать участие, поскольку не сможет выиграть от переоценки золота. Как в игре в покер, у США в Бреттон-Вудсе были все фишки, и США напористо использовали их, чтобы диктовать результат. Случись Бреттон-Вудсу произойти снова, и такие государства, как Россия и Китай, не позволили бы США навязать свою волю и предпочли бы идти своим путем, а не подчиняться финансовому владычеству США. Для возникновения коллективного процесса по реформированию системы требуются более равные стартовые позиции.

Существует ли предпочтительный показатель изменения баланса резервов? Многие аналитики воспринимают статистические данные по золоту как процент резервов. У США – 73,3 % в золоте; сравнительная цифра для Китая – 1,3 %. Но этот показатель вводит в заблуждение. Большинство стран имеют резервы, состоящие из сочетания золота и твердых валют. Но поскольку США могут печатать доллары, у них нет необходимости крупных резервов иностранной валюты, и в результате в резерве США доминирует золото. С другой стороны, у Китая мало золота,

но примерно 3 трлн долл. резервов в твердой валюте. Эти резервы ценны в краткосрочной перспективе, даже если они подвержены опасности инфляции в будущем. По этим причинам показатель 73 % переоценивает силу США, а показатель 1,3 % завышает слабость Китая.

Более хороший способ измерения роли золота как валютного резерва – это разделить номинальную рыночную стоимость золота на номинальный ВВП. Номинальный ВВП – это общая стоимость товаров и услуг, которые производит экономика. Золото – это реальная денежная база, неявный резервный актив за базой денежной массы ФРС, называемой М0. Золото – это «М ниже нуля». Соотношение золота к ВВП показывает настоящие деньги, доступные для поддержки экономики, и предрешает относительное влияние страны, если вновь будет принят золотой стандарт. Вот данные по избранной группе стран, которые совместно составляют более 75 % общемирового ВВП.

Таблица 1

Страна	Золото, метрические тонны	При рыночной стоимости золота 1500 долл. за унцию, долл.	ВВП, долл.	Соотношение золота и ВВП, %
Еврозона	10 783,4	569 млрд	12,3 трлн	4,6
Соединенные Штаты	8133,5	429 млрд	15,7 трлн	2,7
Китай	1054,1	56 млрд	8,2 трлн	0,7
Россия	996,1	53 млрд	2 трлн	2,7
Япония	765,2	40 млрд	6 трлн	0,7
Индия	557,7	29 млрд	1,8 трлн	1,6
Великобритания	310,3	16 млрд	2,4 трлн	0,7
Австралия	79,9	4 млрд	1,5 трлн	0,3
Бразилия	67,2	3,5 млрд	2,4 трлн	0,1
Канада	3,2	0,2 млрд	1,8 трлн	0,01
Итого	22 192,9	1199,7 млрд	54,1 трлн	2,2

Общемировое соотношение золота и ВВП 2,2 % обнаруживает, что мировая экономика имеет преимущество по отношению к реальным деньгам в соотношении 45: 1, но со значительным перевесом в пользу США, еврозоны и России. Эти три экономики имеют соотношение выше среднемирового, причем соотношение еврозоны – 4,6 % – более чем вдвое

превышает среднемировой показатель. США и Россия находятся в стратегическом золотом равенстве – это результат увеличения Россией золотых резервов на 65 % с 2009 г. Эта динамика – жутковатый отголосок «ракетного отставания» начала 1960-х, того времени, когда Россия и США соревновались в превосходстве в сфере ядерного оружия. Это состязание было признано нерегулируемым, и его результатом стали соглашения по ограничению использования стратегического вооружения в 1970-х, которые обеспечили ядерную стабильность в следующие 40 лет. Россия сейчас преодолела «отставание в золоте» и находится на одном уровне с США.

Хорошо различимые слабые звенья – это Китай, Великобритания и Япония, у каждой из стран соотношение 0,7 %, менее одной трети соотношения США и России и значительно меньше, чем у еврозоны. Другие крупные экономики, такие как Индия, Бразилия и Австралия, находятся даже на более низком уровне, тогда как золотой запас Канады пустяк по сравнению с размером ее экономики.

Если золото – это не деньги, тогда эти соотношения неважны. Если, однако, случился бы кризис доверия к бумажным деньгам и возврат к обеспеченным золотом деньгам, либо намеренно, либо в аварийной ситуации, эти соотношения бы определили, кто имеет самое большое влияние в МВФ или на переговорах G20 по реформированию международной кредитно-денежной системы. На данный момент в этой дискуссии доминировали бы Россия, Германия и США.

## **Китай выбирает золото**

И снова мы обнаруживаем, что смотрим на Китай. Кажется абсурдным предполагать, что международную кредитно-денежную систему можно реформировать без масштабного участия Китая, второй по величине экономики мира (третьей, если рассматривать еврозону как единое целое). Известно, но широко не обнародуется, что Китай обладает куда более крупными золотыми резервами, чем официально заявляет. Если пересчитать таблицу 1, чтобы у Китая были расчетные – но более точные – 4200 т золота, тогда изменение соотношений будет ярко выраженным.

Таблица 2

Страна	Золото, метрические тонны	При рыночной стоимости золота 1500 долл. за унцию, долл.	ВВП, долл.	Соотношение золота и ВВП, %
Еврозона	10 783,4	569 млрд	12,3 трлн	4,6
Соединенные Штаты	8133,5	429 млрд	15,7 трлн	2,7
Китай	4200,0	222 млрд	8,2 трлн	2,7
Россия	996,1	53 млрд	2 трлн	2,7
Япония	765,2	40 млрд	6 трлн	0,7
Индия	557,7	29 млрд	1,8 трлн	1,6
Великобритания	310,3	16 млрд	2,4 трлн	0,7
Австралия	79,9	4 млрд	1,5 трлн	0,3
Бразилия	67,2	3,5 млрд	2,4 трлн	0,1
Канада	3,2	0,2 млрд	1,8 трлн	0,01
Итого	25 896,5	1367,3 млрд	54,1 трлн	2,5

В этой пересмотренной систематизации мировое соотношение незначительно увеличивается с 2,2 % до 2,5 %, что дает преимущество золота в соотношении 40: 1. Что более важно, Китай теперь входит в «золотой клуб» с соотношением 2,7 %, как и у России и США, и несколько выше среднемирового значения.

Хотя денежные элиты редко обсуждают это публично, в Китае в последние годы действительно произошло увеличение соотношения золота с 0,7 % до 2,7 %, как показано в сравнении таблицы 1 и таблицы 2. Когда это изменение баланса золота закончится, международная кредитно-денежная система может перейти к новой равновесной цене на золото, при этом Китай не останется в стороне с одними бумажными деньгами. Увеличение золотых резервов Китая задумано, чтобы обеспечить стране золотой паритет с Россией, США и еврозоной и стабилизировать дисбаланс золотого резерва.

Это изменение баланса прокладывает путь либо для общемировой инфляции, либо для аварийного использования золота в качестве резервной валюты, но этот путь для Китая сложен. Когда Европа и Япония восстали из пепла Второй мировой войны, они могли приобретать золото, меняя свои долларовые активные сальдо торгового баланса, поскольку доллар свободно конвертировался по фиксированной цене. Золотые резервы США

снизились на 11 000 т с 1950-го по 1970 гг., поскольку Европа и США меняли доллары на золото. Тридцатью годами спустя Китай был доминирующим торговым государством, получающим крупные долларовые прибыли. Однако с 1971 г. золотое окно было закрыто, и Китай не мог обменять доллары на золото США по фиксированной цене. В результате Китай был вынужден приобретать свои золотые резервы на открытом рынке и со своих приисков на территории страны.

Это рыночное приобретение золота поставило три угрозы перед Китаем и миром. Первая была в том, что рыночное влияние таких огромных покупок означало: цена на золото может взлететь до небес до того, как Китай сможет закончить изменение баланса. Вторая состояла в том, что экономика Китая росла так быстро, что объем золота, необходимый для достижения стратегического равновесия, постоянно изменялся. Третья была в том, что Китай не мог сбросить свои долларовые резервы для покупки золота, потому что это обременит США более высокими процентными ставками, что повредит экономике Китая, если потребители США в ответ перестанут покупать китайские товары.

Самый большой риск для Китая в ближайшем будущем – это то, что инфляция проявится в США до того, как Китай получит все золото, которое ему нужно. В этом случае сочетание усиления экономического роста Китая и повышения цен на золото сделает достижение соотношения золота и ВВП затратным. Однако раз Китай все-таки приобретает достаточно слитков, у него будет хеджированная позиция; что бы ни было потеряно из-за инфляции, оно будет выиграно в более высоких ценах на золото. На этом этапе Китай может дать зеленый свет инфляции в США. Это движение по направлению к равномерному распределению золотых резервов также объясняет деятельность центробанков в манипуляции ценами, поскольку у США и Китая есть общие интересы в том, чтобы цена золота оставалась низкой, пока Китай не приобретет свое золото. Решение для США и Китая – координировать давление на цену золота с помощью свопов, аренды и фьючерсов. Когда изменение баланса будет завершено, возможно в 2015 г., будет меньше причин сдерживать цену на золото, потому что в случае скачка цен Китай не окажется в невыгодном положении.

Свидетельство того, что США создает условия для приобретения Китаем золотого резерва, несложно найти. Наиболее интригующее замечание сделал Мин Чжу, заместитель директора-распорядителя МВФ. В ответ на недавний вопрос, касающийся приобретения Китаем золота, он ответил: «Приобретение Китаем золота целесообразно, поскольку большинство мировых резервов содержат кредитную составляющую, – это

бумажные деньги. Иметь часть резерва в чем-то реальном – это хорошая мысль»<sup>[287]</sup>. Использование термина «кредит» для описания резервов соответствует той реальности, что все бумажные деньги – это обязательства центральных банков и таким образом один из видов долга. Векселя казначейства, приобретенные на бумажные деньги, – это аналогичным образом один из видов долга. Различие, которое проводит Мин Чжу между *кредитными* и *реальными* резервами, точно подчеркивает роль золота как подлинной денежной базы, или «М ниже нуля».

Реакция в национальном разведывательном сообществе США на изменение баланса Китаем – это беспечность. Когда одного из чиновников разведки самого высокого ранга спросили о приобретении Китаем золота, он пожал плечами и сказал: «Ну кому-то же надо им владеть», как будто золотые резервы – это часть общемировой гаражной распродажи<sup>[288]</sup>. Старший чиновник аппарата министра обороны выразил озабоченность стратегическим значением изменения баланса золота Китаем, но затем добавил: «Казначейству вообще-то не нравится, когда мы говорим о долларе».

Пентагон и ЦРУ обычно полагаются на ФРС и казначейство, когда дело доходит до золота и долларов, тогда как конгресс преимущественно пребывает в неведении по этому вопросу. Конгрессмен Джеймс Хаймс, один из тех всего лишь четверых членов от каждой партии с местом как в Комитете по финансовым услугам, так и в Постоянном специальном комитете по делам разведки, сказал: «Я ни разу не слышал обсуждения о приобретении золотого резерва»<sup>[289]</sup>. В ситуации, когда военные и разведывательные службы и конгресс не интересуются или не информированы о приобретении Китаем золота, казначейство и ФРС имеют полную свободу действий в помощи китайцам, пока изменение баланса не станет *fait accompli*<sup>[290]</sup>.

Несмотря на дискретное и аккуратное изменение мирового баланса золота, увеличиваются признаки того, что международная кредитно-денежная система может рухнуть до того, как завершится переход к золоту или СПЗ. На профессиональном жаргоне сторонников теории хаоса система становится колеблющейся. Почти каждый договор «бумажного золота» имеет возможность воплотиться в физическую поставку через уведомление и оговорку об обмене. Подавляющее большинство всех фьючерсных договоров пролонгируются на более длительный платежный период или закрываются посредством договора взаимозачета. Но покупатели договоров на золотые фьючерсы имеют право потребовать

физической доставки металла, сделав уведомление и проведя прием поставки из специализированного хранилища. Аренда золота может быть прекращена арендодателем по истечении срока. Так называемое неаллокированное золото можно превратить в аллокированные слитки, обычно при уплате дополнительной платы, а аллокированное золото можно затем доставить владельцу по требованию. Определенные владельцы крупных пакетов золотых акций могут обратить их в физическое золото, выкупив акции и забрав золото из хранилища торгуемого инвестиционного фонда.

Потенциально дестабилизирующий фактор – это то, что объем золота, подпадающего под действие бумажных договоров, в сотню раз больше, чем объем физического золота, обеспечивающего эти договоры. До тех пор пока держатели акций остаются в рамках бумажных договоров, система находится в равновесии. Если вкладчики в большом количестве потребовали бы физической доставки, они могли бы стать снежинками на нестабильной горе бумажного золота. Когда остальные вкладчики поймут, что физическое золото закончится раньше, чем они смогут получить по своим договорам слитки, оползень может вырасти до размера лавины, панического изъятия вкладов из банка *de facto*, за исключением того что банками в этом случае являются золотохранилища, поддерживающие биржи и ТИФы. Именно это случилось в 1969 г., когда европейские торговые партнеры США начали обменивать наличность в долларах на золото. Президент Никсон закрыл окно этих выплат в августе 1971 г. Если бы он этого не сделал, сейфы с золотом в Форт-Ноксе были бы полностью обчищены к концу 1970-х.

Сходная динамика возникла 4 октября 2012 г., когда цена на реальное золото достигла временного пика 1790 долл. за унцию. С того момента золото в ближайшие 6 месяцев упало более чем на 12 %. Затем золото рухнуло еще на 23,5 %, добравшись к концу июня до 1200 долл. за унцию. Отнюдь не отпугнув покупателей, золотой крах заставил золото выглядеть дешевым для миллионов частных покупателей по всему миру. Они выстроились в очереди в банки и бутики, быстро вымета все запасы. Покупатели стандартных 400-унциевых слитков обнаружили, что продавцов нет; им приходилось ждать 30 дней и больше, пока аффинажные заводы произведут новые слитки. Швейцарские аффинажные заводы Argor-Heraeus и Ramr перешли на круглосуточную работу, чтобы поспеть за спросом на золото. В золотых ТИФах происходили масштабные погашения акций, не потому что инвесторы не возлагали надежд на золото, а потому что они хотели обладать слитками из хранилищ фондов. Хранилища

COMEX, где находилось золото для окончательных расчетов по фьючерсным контрактам, видели, как их запасы опорожняются до уровня, который ранее наблюдался в ходе паники 2008 г. Фьючерсные контракты на золото вошли в состояние «перевернутого» рынка, в высшей степени необычные условия, в которых золото для немедленной поставки стоило дороже, чем золото для будущей поставки; обычно превалирует обратная ситуация, потому что форвардному продавцу необходимо платить за хранение и страховку. Это был еще один знак острой физической нехватки и высокого спроса на немедленный доступ к физическому золоту.

Разразись паническая покупка золота сейчас, у президента нет ни одного золотого окна, которое можно закрыть. Вместо этого были бы пущены в ход множество условий договора, набранных мелким шрифтом, которые редко изучают покупатели золота. Золотые фьючерсные биржи имеют возможность обращать контракты только в выплату наличных и перекрыть каналы физической поставки. Банки по операциям с золотом также могут урегулировать форвардные договоры в наличных и лишить покупателей возможности обратиться их в аллокированное золото. Условия досрочного расторжения и *force majeure*, зарытые глубоко в контрактах, могут использовать банки, которые продали больше золота, чем у них было в наличии. В результате инвесторы могут получить денежное возмещение на дату прекращения действия контракта, но не более. Инвесторы могут получить наличные, но не слиток, и пропустят резкий скачок цен, который обязательно последует.

В то время как в начале 2014 г. было ограниченное предложение и высокий спрос на физическое золото, это не обязательно означало, что суперскачок цен на золото неизбежен. Не каждый оползень превращается в лавину; временами лавина ожидает других начальных условий. Центральные банки все еще обладают огромными ресурсами, включая потенциальные физические продажи, с помощью которых можно сдерживать цены на золото в краткосрочной перспективе. Однако аварийная сигнализация сработала. Способность центральных банков держать в узде цены на золото была поставлена под сомнение, и возникло новое желание покупателей бумажного золота потребовать золота физического. Поскольку операции по приобретению золота Китаем стремительно продолжаются, вся международная кредитно-денежная система балансирует на лезвии бритвы честлюбивых желаний Китая и общемирового спроса на физическое золото.

В то время как цена на золото колеблется между силами физического спроса и манипуляций центробанков, на горизонте маячит еще одна



крупная катастрофа: Федеральная резервная система находится на грани некредитоспособности, если не уже за этой гранью. Это заключение делает не критик ФРС, а Фредерик С. Мишкин, один из наиболее влиятельных монетарных экономистов мира и наставник Бена Бернанке и других членов совета управляющих ФРС и экономистов. В работе Мишкина за февраль 2013 г. «Решающий момент: налогово-бюджетные кризисы и роль кредитно-денежной политики» (Crunch Time; Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy), написанной совместно с несколькими коллегами, Мишкин предупреждает, что ФРС находится в опасной близости к точке, где ее независимость будет фатально ослаблена и ее единственной оставшейся целью будет монетизация дефицитного финансирования в целях создания инфляции<sup>[291]</sup>.

Мишкин и его соавторы нашли в своем анализе лучшее применение теории сложности и рекурсивным функциям, чем любые из их коллег. Они указали, что цикл обратной связи в государственном финансовом деле наблюдается между усилением дефицита, следующим за этим повышением стоимости кредита, влекущим за собой еще более крупный дефицит и еще более высокую стоимость кредита, и так далее, пока не начнется штопор. В этот момент страны сталкиваются с неприятным выбором сокращения дефицита посредством так называемых мер жесткой экономии, или неуплаты долга. Мишкин возражает, что жесткая экономическая политика может нанести урон номинальному росту, ухудшая соотношение долга и ВВП и, возможно, стать причиной неуплаты долга при осуществлении попытки предотвратить ее.

Альтернатива, по мнению Мишкина, в том, чтобы центральные банки держали процентные ставки под контролем посредством вовлечения в снятие денежных ограничений, в то время как политики осуществляют долговременные решения проблемы дефицита. В то же время можно допустить кратковременный дефицит для избежания проклятия жестких экономических мер. Краткосрочное снятие денежных и налоговых ограничений работают в тандеме, поддерживая рост экономики, в то время как долгосрочные налогово-бюджетные реформы обращают штопор вспять.

Мишкин говорит, что этот подход прекрасно работает в теории, но возвращает нас обратно в реальный мир дисфункциональных политических систем, которые в результате полагаются на снятие денежных ограничений для того, чтобы избежать трудного выбора в налогово-бюджетном секторе. Мишкин называет эти условия *налогово-бюджетным доминированием*. Его работа описывает получающийся в результате кризис в таких выражениях:

«В предельном случае неустойчивая налогово-бюджетная политика означает, что межвременное ограничение государственного бюджета будет удовлетворено посредством выпуска денежных обязательств, что известно как налогово-бюджетное доминирование, или, как альтернатива, посредством невыплаты государственного долга. Налогово-бюджетное доминирование вынуждает центральный банк осуществлять инфляционную денежную политику, даже если у него есть серьезные намерения контролировать инфляцию, например с помощью целевого показателя инфляции... Налогово-бюджетное доминирование в какой-то момент в будущем вынуждает центральный банк монетизировать долг, так что несмотря на жесткую денежную политику в настоящем, инфляция возрастет...

В конечном итоге центральный банк не имеет силы избежать последствий неустойчивой налогово-бюджетной политики... Если центральный банк платит за свои покупки на открытом рынке долгосрочного государственного долга только что созданными резервами... тогда в конечном итоге все, что делает покупка на открытом рынке, – это обмен долгосрочного государственного долга (в виде первоначального долга казначейства) на сверхкраткосрочный государственный долг (в виде приносящих процентный доход резервов). Совершенно ясно... что любая замена долгосрочного долга краткосрочным в действительности делает государство более уязвимым для самореализующегося бегства от государственного долга, или, в случае США, самореализующегося бегства от доллара.

Налогово-бюджетное доминирование помещает центральный банк между двух огней. Если центральный банк не монетизирует долг, процентные ставки по государственному долгу резко возрастут... Следовательно, на практике выбор у центрального банка мал, и он будет принужден приобретать государственный долг и монетизировать его, что в перспективе ведет к резкому повышению инфляции»<sup>[292]</sup>.

Мишкин и его соавторы указывают на еще один развивающийся коллапс, не связанный с монетизацией долга и инфляцией. Поскольку ФРС покупает более долгосрочный долг на только-только отпечатанные деньги,

ее балансовые счета несут крупные убытки в текущих ценах, поскольку процентная ставка растет. ФРС не обнаруживает эти убытки, пока она в действительности продает облигации как часть стратегии выхода, хотя независимые аналитики могут оценить размер убытков по информации, находящейся в широком доступе.

Монетизация долга не оставляет ФРС реального выбора. Если США опрокинется в дефляцию, соотношение долга и ВВП ухудшится, потому что не будет номинального роста. Если США опрокинется в инфляцию, соотношение долга и ВВП ухудшится из-за повышения процентной ставки по госдолгу США. Если ФРС будет бороться с инфляцией путем продажи активов, она признает убытки по продаже облигаций, и ее неплатежеспособность станет очевидной. Эта неплатежеспособность может разрушить доверие и вызвать повышение процентной ставки сама по себе. Потери по облигациям ФРС также ухудшат соотношение долга и ВВП, раз ФРС больше не сможет перечислять прибыли казначейству, что увеличит дефицит. По-видимому, способа избежать кризиса государственного долга у США нет, все пути блокированы/перекрыты. ФРС избежала тяжелых мер в 2009 г. при помощи денежных вливаний и рыночных манипуляций, но проблема оказалась отложенной до другого дня. И этот день настал.

Мировые денежные элиты – ФРС, МВФ и БМР – сейчас пытаются выиграть время. Им нужно время, чтобы США довели до конца долгосрочную налогово-бюджетную реформу. Им нужно время, чтобы создать общемировой рынок СПЗ. Им нужно время, чтобы помочь Китаю приобрести золото. Проблема в том, что времени не осталось. Спрос на золото начался до того, как Китай получил то, что ему нужно. Крах доверия к доллару начался до того, как СПЗ оказались готовы занять его место. Неплатежеспособность ФРС маячит на горизонте. Поскольку приближается момент 11 сентября для доллара, в системе начинает мигать красная лампочка тревожного сигнала.

## Заключение

У нас нет хрустального шара, чтобы предсказать единственный выход и затем следовать по одному пути. Однако возможно описать многочисленные варианты исхода и вехи на каждом из путей. Аналитики разведслужб называют такие вехи *показатели и предупреждения*. Когда показатели и предупреждения определены, события необходимо рассматривать пристально, не как проплывающую череду поверхностных заголовков, а как часть анализа динамических систем.

Инвестор Мохаммед Эль-Эриан из облигационного гиганта PIMCO сделал популярным выражение «новая норма» для описания мировой экономики после финансового кризиса 2008 г. Он наполовину прав. Старая норма исчезла, но новая еще не появилась. Мировая экономика потеряла свое старое равновесие, но еще не стабилизировалась в новом. Экономика находится в стадии фазового перехода из одного состояния в другое.

Иллюстрировать это может кастрюля с водой, поставленная на огонь, до момента закипания. Вода и пар – это два устойчивых состояния, хотя и с разной динамикой. Между водой и паром есть стадия, когда поверхность воды бурлит от пузырей, поднимающихся и вновь падающих на дно. Вода – это старая норма, пар – это новая норма. Прямо сейчас мировая экономика – это не то и не другое, это бурлящая поверхность, решающая, упасть ли обратно в воду или подняться к пару. Денежная политика – это вопрос прибавления жара.

Определенные фазовые переходы необратимы. Когда дерево сгорает и превращается в пепел, это фазовый переход, но не существует легкого способа превратить пепел обратно в дерево. Федеральная резервная система полагает, что она управляет обратимым процессом. Она считает, что дефляцию можно обратить в инфляцию, а затем в дезинфляцию с помощью верного количества денег и с прошествием времени. В этом они ошибаются.

Федеральная резервная система не понимает, что создание денег может быть необратимым процессом. В определенный момент доверие к деньгам может быть потеряно, и пути восстановить его не будет; на этом месте должна появиться совершенно новая система. Новая международная денежная система восстанет из пепла старой долларовой системы, точно так же как долларовая система восстала из пепла Британского Содружества в Бреттон-Вудсе в 1944 г., даже еще до того как было потушено пламя

Второй мировой войны.

Суть проблемы в мировой финансовой системе сегодня – это не деньги, а долг. Деньги используются как средство решения проблем, связанных с долгом. К 2007 г. Соединенные Штаты под предводительством банкиров, чьи личные интересы сделали их слепыми к любой опасности, отравили мир не подлежащим погашению долгом по ипотеке и кредитным линиям для заемщиков, которые не могут его погасить. Сама по себе проблема ипотеки крупная, но подлежит контролю. Не подлежат ему триллионы долларов в деривативах, созданных для предшествующей ипотеки, и еще триллионы в соглашениях об обратной покупке и коммерческих бумагах, используемых для финансирования количества ценных бумаг с ипотечным покрытием, поддерживающих деривативы.

Когда случился неизбежный крах, потери не были распределены между виновными, банками и держателями облигаций, а были переложены на народ посредством федеральных финансов. С 2009-го по 2012 г. казначейство США получило суммарный дефицит 5 трлн долл., а Федеральная резервная система напечатала 1,2 трлн долл. новых денег. Сходные дефицит и программы печати денег наблюдались по всему миру, поскольку банки продолжали теми же темпами создавать деривативы. Была списана только часть неплатежей по частным задолженностям.

Рабочие места и бонусы банкиров сохранились, но для блага граждан не было сделано ничего. Проблема негосударственной задолженности была заменена государственным долгом, более крупным, чем когда-либо был частный. Эти долги не могут быть оплачены на практике, и вскоре последуют дефолты. Дефолты более мелких государств вроде Греции, Кипра и Аргентины закончатся невыплатами по облигациям и потерями для банковских вкладчиков. Дефолты более крупных государств, таких как Соединенные Штаты, будут иметь результатом всеобъемлющую инфляцию, которая украдет у владельцев сбережений, вкладчиков и держателей облигаций одинаково.

В добавление к этим проблемам есть предостережения о возрождении почти забытого явления. Дефляция укрепляет позиции, расстраивая планы банкиров центробанков, эти условия не наблюдались в значительном масштабе в развитых экономиках с 1930-х. Корни дефляции лежат в депрессионной психологии. Инвесторы были потрясены и напуганы событиями 2008 г., и их немедленной реакцией было прекратить траты, избежать риска и перейти к наличным. Этот набор реакций привел в действие дефляционную динамику. Много было сделано в вопросе повышения цен на акции и недвижимость с 2009 г., но пристальное

изучение этих рынков показывает, что объем рынка акций остается низким, при довольно высоком проценте использования заемных средств. Это индикаторы, что повышение значений – это на самом деле пузыри активов, приводимые в движение профессиональными трейдерами и спекулянтами, в первую очередь хеджевыми фондами, и что участие рядовых граждан остается ограниченным. Сходным образом повышение цен на дома поддерживается не традиционным образованием семьи, а пулами инвесторов, приобретающих крупные участки под застройку с помощью заемных средств, реструктуризацией долга собственников жилья или превращением ипотеки в арендную плату. Приток наличности может сделать эти пулы привлекательными инвестициями вроде облигаций, но не стоит ошибочно принимать эту финансовую инженерию за здоровый нормализованный рынок недвижимости. Повышение цены активов прекрасно выглядит в заголовках и тезисах для обсуждения, но никоим образом не разрушает дефляционный образ мыслей типичных инвесторов и владельцев сбережений.

Тот факт, что центральные банки преследуют инфляционные цели и не могут достичь их, – это критерий устойчивости базовой дефляции. Печать денег по причине борьбы с дефляцией может привести к потере доверия к системе бумажных валют. Если дефляционный образ мышления *будет* разрушен, инфляционное настроение может обогнать возможности центральных банков, и его окажется невозможным сдержать или обратить вспять. В случае либо продолжающейся дефляции, либо галопирующей инфляции мы рискуем потерять именно то, что, как предупреждал Пол Волкер, наиболее ценно – доверие. Потеря доверия к денежной системе редко подлежит восстановлению.

Очень вероятно, что потребуется новая система, с новым фундаментом, которая может создать новое доверие. Обеспеченный золотом доллар заменил стерлинг на этапе между 1925-м и 1944 г. Бумажный доллар заменил обеспеченный золотом доллар в период между 1971-м и 1980 гг. В каждом случае доверие временно утрачивалось, но возрождалось с новым средством накопления.

Следствием чего бы ни стала потеря доверия к доллару, внешних угроз или внутренней нерадивости, инвесторы должны задать два вопроса: *«Что будет дальше?»* и *«Как можно сохранить благосостояние в переходный период?»*.

## Три пути

Падение доллара будет происходить по одному из трех путей. Первый – это общемировые деньги, СПЗ, второй – это золотой стандарт, а третий – общественные беспорядки. Каждый из этих исходов можно предвидеть, и каждый связан со стратегией размещения активов, наиболее подходящей для сохранения благосостояния.

Замена долларов на СПЗ как мировую резервную валюту уже осуществляется, а в МВФ уже запроектирован десятилетний план перехода, который США неформально приняли. Этот сценарий включает увеличение количества СПЗ в свободном обращении и расширяет инфраструктуру потенциально инвестиционных активов в СПЗ, эмитентов, инвесторов и дилеров. Со временем доля доллара в корзине СПЗ будет уменьшена в пользу китайского юаня.

Этот план, запроектированный МВФ, являет собой пример предпочитаемого *modus operandi*<sup>[293]</sup> Джорджа Сороса, который описывает его любимый философ Карл Поппер. Сорос и Поппер называют это поэлементной инженерией и считают ее своей предпочитаемой формой социальной инженерии<sup>[294]</sup>. Идеал Сороса и Поппера – это осуществление крупных перемен по малым, едва различимым частям, которые можно активизировать или отложить, в зависимости от обстоятельств. Поппер писал:

«Поэлементный инженер, соответственно, будет применять этот метод... чья пропаганда может легко стать средством для постоянно откладывающейся деятельности до даты в будущем, когда условия будут более благоприятными.

Планы для поэлементной инженерии сравнительно просты. Это планы для конкретных организаций.

Я не считаю, что поэлементная инженерия не может быть мощной или что она должна ограничиваться «крохотными» проблемами».

В рамках метода Сороса – Поппера цель МВФ – всемирные деньги СПЗ, – начатая в 1969 г., может с легкостью тянуться до 2025 г. или до того

времени, когда, как оговаривает Поппер, «условия будут более благоприятными».

По иронии этот постепенный метод – это *не* наиболее желательный сценарий по замене долларов на СПЗ. Напротив, финансовая паника в следующие несколько лет, причиной которой станут риск участия в сделках с деривативами и взаимосвязанность банков, может запустить мировой кризис ликвидности, худший, чем в 1998-м и 2008 гг. На этот раз баланс ФРС, уже раздутый и растянутый до предела, не будет достаточно гибким, чтобы восстановить ликвидность межбанковского рынка. СПЗ будут призваны на помощь для стабилизации системы, как это было в 1979-м и 2009 гг. Нарождающиеся обстоятельства будут означать, что процесс будет осуществляться на основе обвала, безотносительно тщательно сконструированной инфраструктуры, которая сейчас планируется. Существующая инфраструктура таких организаций, как Депозитарная трастовая и клиринговая корпорация (DTCC) и SWIFT, будет призвана на помощь для облегчения создания нового рынка СПЗ.

Для использования СПЗ таким образом потребуются согласие Китая, и, в обмен на одобрение, Китай будет настаивать на том, чтобы СПЗ использовались не для *спасения* доллара, как это было в прошлом, а для как можно более быстрого *замещения* доллара. Этот процесс может закончиться за считанные месяцы – со скоростью света по стандартам международной денежной системы. Этот переход будет инфляционным в отношении доллара, не из-за печати новых долларов, а потому, что доллар будет девальвирован по отношению к СПЗ. В дальнейшем экономика США столкнется с жесткими структурными усовершенствованиями, поскольку окажется, что она должна заработать свои СПЗ в условиях конкуренции на мировом рынке, а не с помощью печати резервов по своему усмотрению.

При этом варианте развития событий сбережения в форме банковских вкладов, договоров о страховании, ежегодных выплат и пенсионных пособий будут по большей части уничтожены.

Возврат к золотому стандарту – это еще один путь выхода из лабиринта непрекращающейся печати денег. Он может возникнуть из предельной инфляции, когда золото потребуются, чтобы восстановить доверие, или предельной дефляции, когда правительства переоценят его для поднятия общего уровня цен. Золотой стандарт определенно не будет вопросом выбора, но может проводиться как вопрос необходимости, когда доверие будет терпеть крах. Первое приближение к равновесию – это недефляционная цена на золото 9000 долл. за унцию, хотя возможна более высокая и низкая стоимость, в зависимости от проектных данных золотого



стандарта. Находящейся в обращении валютой будут не золотые монеты, а скорее доллары, если инициативу возьмут на себя США, или СПЗ, если посредничающей организацией станет МВФ. Эти обеспеченные золотом СПЗ будут сильно отличаться от бумажных СПЗ, но последствия для доллара будут теми же самыми. Любое движение по направлению к золотым долларам или золотым СПЗ будет инфляционным, потому что золото будет переоценено резко выше, чтобы поддержать мировую торговлю и финансовое дело с помощью существующих акций. Как и в случае сценария с бумажными СПЗ, инфляция, которая станет результатом девальвации доллара по отношению к золоту, сметет сбережения всех видов.

Общественные беспорядки – это третий возможный путь. Они включают в себя бунты, забастовки, саботаж и другие нарушения функционирования. Беспорядки отличаются от социального протеста, потому что подразумевают незаконные действия, насилие и уничтожение имущества. Они могут стать реакцией на чрезвычайную гиперинфляцию, которая будет широко и обоснованно восприниматься как санкционированная государством кража. Социальные беспорядки могут стать реакцией на чрезвычайную дефляцию, которая, вполне вероятно, будет сопровождаться банкротствами, безработицей и урезанием выплат по соцзащите. Беспорядки могут также возникнуть по горячим следам финансовой войны или системного краха, когда граждане поймут, что их благосостояние исчезло в тумане действий хакеров, манипуляций, вовлечения в процесс оказания финансовой помощи и конфискации.

Общественные беспорядки невозможно предсказать, потому что они являются независимым свойством сложной системы. Они возникают спонтанно в самой сложной системе из всех – обществе – системе, более крупной и сложной, чем финансовые и цифровые компоненты внутри нее. Денежные бунты застигнут власти врасплох. Раз социальная дезинтеграция началась, ее будет сложно затормозить.

Если социальная дезинтеграция непредсказуема, официальный ответ на нее – да. Он примет форму неофашизма, замены свободы на власть государства. Этот процесс уже успешно осуществляется в относительно спокойные времена и будет ускорен, когда вспыхнет насилие. Как документально подтвердил в своей книге «Торжество копа-воина» (Rise of the Warrior Cop) автор Рэдли Балко, государство хорошо вооружено оперативными группами SWAT, беспилотниками, бронетранспортерами, цифровой слежкой, слезоточивым газом, светошумовыми гранатами и высокотехнологичными балками-таранами<sup>[295]</sup>. Граждане с запозданием

обнаружат, что каждый пункт взимания оплаты E-ZPass<sup>[296]</sup> в Америке быстро можно переоборудовать в пункт заграждения и что каждая придорожная видеокамера имеет двойное назначение как сканер номерного знака. Скандалы 2013 г. с Налоговым управлением США и Агентством национальной безопасности показали, как быстро заслуживающие доверия ведомства могут опуститься до незаконной слежки. Вскоре может последовать и притеснение по политическим мотивам.

Республиканцы и демократы в равной степени замешаны в росте неофашизма. Автор Джона Голдберг задокументировал историю фашизма и показал, что ее основы в начале XX века были по своей природе социалистическими<sup>[297]</sup> <sup>[298]</sup>. Первоначальный представитель фашизма Бенито Муссолини рассматривался в свое время как представитель левых сил. Сегодня различие между левыми и правыми как лицо фашизма менее важно, чем различие между теми, кто предпочитает государственную власть, и теми, кто поддерживает свободу. Бывший мэр Нью-Йорка Майкл Блумберг тому наглядный пример. В разное время он был республиканцем, демократом и независимым. На протяжении своего пребывания в должности он демонстрировал то, что можно назвать «благосклонностью к фашизму». Неудачная попытка Блумберга запретить продажу крупных порций сладкой газировки в Нью-Йорке была типичным проявлением государственной власти за счет свободы, хотя ее и широко высмеяли. Более зловеще звучало высказывание «У меня есть собственная армия в Полицейском управлении Нью-Йорка – седьмая по величине армия в мире»<sup>[299]</sup>.

Использование тактики неофашизма для подавления политических денежных бунтов не потребует новых законодательных актов. Такие полномочия существуют с момента Закона о торговле с врагом 1917 г., который был расширен и обновлен Международным актом о чрезвычайных экономических полномочиях (IEEPA) 1977 г. Президент Франклин Рузвельт использовал Закон о торговле с врагом для конфискации золота у американских граждан в 1933 г. Он не конкретизировал, кто понимается под врагом; предположительно это были те, кто обладал золотом. Каждый президент начиная с Джимми Картера использовал IEEPA, чтобы замораживать и налагать запрет на активы в банках США. В более зловещих условиях будущего золото может быть конфисковано, счета банков заморожены, контроль за движением капитала установлен, а биржи закрыты. Для подавления инфляции может применяться контроль заработной платы и цен, а современную цифровую слежку можно будет

использовать для уничтожения черных рынков и взятия под стражу спекулянтов. Денежные бунты будут быстро подавлены.

В онтологии государственной власти порядок считается более важным, чем свобода или правосудие.

## Семь признаков

Инвесторы должны быть настороже касательно индикаторов и предупреждений о том, по которому из путей движется экономика. Вот семь наиболее важных признаков.

Первый признак – это *цена золота в долларах*. Хотя центральные банки манипулируют ценой на золото, любые беспорядочные изменения цены – это сигнал того, что схема манипуляции разрушается, несмотря на деятельность по аренде, неаллокированным продажам и торговле фьючерсами. Быстрое увеличение цены с уровня 1500 до 2500 долл. за унцию будет не пузырем, а скорее признаком того, что началась паника физических приобретений, а официальные операции по понижению стоимости не производят желаемого сдерживающего эффекта. И наоборот, если золото опускается на уровень 800 долл. за унцию и ниже, это верный признак жесткой дефляции, потенциально губительной для инвесторов с заемным капиталом во всех категориях активов.

*Продолжение приобретения золота центробанками*. Покупки, в особенности Китаем, – это второй признак падения доллара. Объявление Китая в конце 2014-го или начале 2015 г. о том, что он приобрел более 4000 т золота, станет поворотным пунктом этой более обширной тенденции и предвестником инфляции.

*Реформы в правлении МВФ*. Этот третий признак будет означать большее право голоса для Китая и законодательные акты США для конвертации выделенных США кредитных линий в так называемые членские взносы в МВФ. Любые изменения состава валютной корзины СПЗ, которые сокращают долю доллара, будут ранним предупреждением долларовой инфляции. То же верно для конкретных шагов по расширению инфраструктуры СПЗ. Если такие гигантские мировые корпорации, как Caterpillar и General Electric, выпустят облигации в СПЗ, которые будут приобретены в портфели государственных фондов благосостояния или банков регионального развития, это будет означать ускорение реализации исходного плана СПЗ как общемировых денег.

*Провал реформы регулирования*. Четвертым признаком будет фиаско банковских лоббистов в попытках регулирующих органов США и конгресса ограничить размер больших банков, снизить концентрацию банковских активов или сократить инвестиционную активность банков. Отмена закона Гласса – Стиголла в 1999 г. была первичным стимулом,

который привел непосредственно к краху рынка недвижимости в 2007 г. и панике 2008 г. В конгрессе ведется деятельность по восстановлению основных положений закона Гласса – Стиголла. Лоббисты банков мобилизованы на поддержку таких реформ, а также блокирование регулирования деривативов, повышения требований к капиталу и ограничений по бонусам для банкиров. Лоббисты банков в конгрессе доминируют, и нет причин верить, что попытки реформ достигнут чего-то большего, чем поверхностный успех. Отсутствие реформ, размер и взаимосвязанность банковских счетов продолжают расти с очень высоких уровней и темпами, куда более быстрыми, чем реальная экономика. Результатом будет еще один системный и непредвиденный провал, более масштабный, чем способность ФРС его ликвидировать. Немедленное влияние паники будет в высшей степени дефляционным, поскольку активы, включая золото, будут массово сбрасываться для получения наличных. За этим приступом дефляции быстро последует инфляция, поскольку МВФ будет выкачивать СПЗ для восстановления ликвидности системы.

*Системные крахи.* Пятым признаком будут участвовавшие эпизоды вроде «мгновенного обвала» 6 мая 2010 г., когда индекс Доу – Джонса упал на 1000 пунктов за считанные минуты, компьютерная катастрофа 1 августа 2012 г., которая уничтожила капитал Knight, и закрытие фондовой биржи NASDAQ 22 августа 2013 г. С точки зрения системного анализа эти события лучше всего описать как независимые свойства сложных систем. Эти катастрофы не являются непосредственным результатом жадности банкиров, они – злокозненный гремлин высокоскоростной, в высшей степени автоматизированной, крупномасштабной торговли. Такие события не следует игнорировать как аномалии, их следует ожидать. Увеличивающийся темп таких происшествий может означать либо то, что торговые системы становятся колеблющимися, переходя к потере равновесия, либо, возможно, то, что части вооруженных сил Китая или Ирана совершенствуют свои возможности кибератак с помощью разведки и ложных маневров. Со временем механический дефект вырвется из-под контроля и закроет рынки. Как и в варианте развития событий с системным риском, результатом, вероятно, будет немедленная дефляция в силу продажи активов, за которой последует инфляция, поскольку пожарные бригады ФРС и МВФ будут тушить огонь потоком новых денег.

*Конец политики количественного смягчения и «абэномики».* Шестым признаком будет сокращение приобретения активов в США или Японии, дающее дефляции второе дыхание и подавляющее цены на активы и экономический рост. Так случилось в США, когда закончились первый и

второй этапы политики количественного смягчения, и повторилось в 2012 г., когда Банк Японии отказался от обещанных послаблений. Однако если цены на активы будут урезаны, следует ожидать нового увеличения в течение года, поскольку будут развиваться дефляционные эффекты. Начнется еще одна стадия кредитно-денежной политики попеременного стимулирования и сдерживания деловой активности, которую ФРС ведет с 2008 г., а Банк Японии с 1998 г. Постоянные заигрывания с дефляцией делают инфляцию более труднодостижимой. Более вероятным сценарием является то, что печать денег продолжится в обоих государствах еще долгое время после достижения 2 %-ной инфляции. В этой ситуации риски полностью на стороне более высокой инфляции, поскольку изменение ожиданий становится сложно обратить вспять, особенно в США.

*Крах Китая.* Седьмым признаком будет финансовая дезинтеграция в Китае, поскольку потерпит крах схема Понци – продукт по управлению благосостоянием. Степень финансовой взаимосвязанности Китая с остальным миром ниже, чем у крупнейших банков США и Европы, так что крах в Китае будет по большей части событием внутригосударственного масштаба, в котором Коммунистическая партия будет использовать резервы, хранящиеся в ее государственных инвестиционных фондах, чтобы успокоить вкладчиков и рекапитализировать банки. Однако в число последствий войдет возобновление деятельности Китая по сдерживанию или даже девальвации юаня на мировых валютных рынках для стимулирования экспорта, создания рабочих мест и восстановления благосостояния, потерянного в ходе краха. В краткосрочной перспективе это сыграет на руку дефляции, поскольку китайские товары по заниженным ценам вновь хлынут в мировые цепочки поставок. В более долгосрочной перспективе китайская дефляция столкнется с инфляцией США и Японии, поскольку обе страны печатают деньги, чтобы нивелировать любое повышение иены или доллара. В этой ситуации снова вспыхнут валютные войны, которые на самом деле никогда и не прекращались.

Могут возникнуть не все из этих семи признаков. Появление некоторых признаков может нейтрализовать или отсрочить проявление других. Они не будут появляться в каком-то определенном порядке. Как только возникнет любой из них, инвесторам следует быть настороже относительно описанных конкретных результатов и возможных последствий инвестирования.

## Пять инвестиций

Перед лицом чрезвычайной инфляции, чрезвычайной дефляции или условий общественных беспорядков какой портфель инвестиций с наибольшей вероятностью останется устойчивым? Следующие активы имеют доказанную способность хорошо себя вести в ходе инфляции и дефляции и выдержали испытание временем во времена общественных беспорядков, начиная с Тридцатилетней войны до Третьего рейха.

**Золото.** В пользу доли от 10 до 20 % потенциально инвестиционных активов в золоте говорит многое. Это размещение должно иметь физическую форму – монеты или слитки – во избежание досрочных расторжений контрактов и погашения долга наличными, что, вероятно, будет влиять на рынок бумажного золота в будущем. Необходимо принять во внимание безопасное материально-техническое обеспечение и легкий доступ для инвестора, но следует избегать хранения в банке, потому что золото, хранимое в банках, окажется недоступным, когда будет наиболее необходимо. Помещение более 20 % в золото не рекомендуется, потому что золото в высшей степени волатильно и подвержено манипуляциям, и существуют другие потенциально инвестиционные активы, которые выполняют те же функции сохранения благосостояния. Полезный способ подумать над функцией золота как страховки – это то, что 500 %-ная выручка от 20 % портфеля создает 100 %-ный хедж портфеля. Золото хорошо себя чувствует во время инфляции, пока процентная ставка не повышается выше процента инфляции. Во время дефляции золото сначала падает в реальном выражении, хотя может превосходить по характеристикам другие категории активов. Если дефляция длится, золото резко вырастает, поскольку правительства девальвируют бумажные валюты для создания принудительной инфляции. Золото обладает высокой ценностью на единицу веса и подлежит переноске в том несчастливом случае, если общественные беспорядки требуют бежать.

**Земля.** Эти инвестиции включают наиболее перспективную расположенную незастроенную территорию или землю с сельскохозяйственным потенциалом, но не землю с сооружениями. Как и в случае с золотом, земля демонстрирует хорошие результаты в условиях инфляции, пока номинальные процентные ставки не превышают инфляцию. Номинальная стоимость земли может снизиться в процессе дефляции, но затраты на строительство снижаются быстрее. Это означает,

что землю можно будет дешево застроить на дне дефляционной фазы и обеспечить большую выручку в ходе инфляции, которая с вероятностью последует. Эмпайр-стейт-билдинг и Рокфеллер-центр, оба в Нью-Йорке, были построены во время Великой депрессии и в то время выиграли от низких затрат на рабочую силу и материалы. Оба проекта доныне считаются превосходными инвестициями.

*Произведения искусства.* Эта категория включает картины и рисунки музейного уровня, но не направлена на включение более широкого спектра предметов коллекционирования, таких как автомобили, вино или памятные реликвии. Предметы искусства обладают тем же профилем доходности во время как инфляции, так и дефляции, что и золото, но не подвержены манипуляциям, воздействующим на него. Центральные банки не озабочены неорганизованным повышением цен на художественном рынке и не вмешиваются, чтобы его прекратить. Инвесторы должны концентрироваться на признанных художниках, избегая модных увлечений, которые могут разонравиться. Картины также транспортабельны и обладают исключительно высокой стоимостью на единицу веса. Картина стоимостью 10 млн долл., которая весит два фунта, стоит 312 500 долл. за унцию, больше чем в 200 раз дороже золота по весу, и не заставит сработать металлодетекторы. Высококачественные предметы искусства можно приобрести за более скромные суммы, чем 10 млн долл., через механизм коллективных инвестиций, который предлагает прекрасную прибыль, хотя таким механизмам недостает ликвидности и портативности единоличного владения предметом искусства.

*Альтернативные фонды.* Они включают хеджевые фонды и фонды прямых инвестиций с конкретными стратегиями. Стратегии хеджевых фондов, которые устойчивы к инфляции, дефляции и беспорядкам, включают совмещение коротких и длинных позиций по акциям, макроинвестирование и стратегии касательно физических активов, которые нацелены на природные ресурсы, драгоценные металлы, воду или энергоносители. Стратегии фондов прямых инвестиций должны аналогичным образом включать физические активы, энергоносители, транспорт и природные ресурсы. Фонды, полагающиеся на финансовые биржи, развивающиеся рынки, государственный долг и кредитные инструменты, сопряжены с неоправданными рисками в будущем. Хеджевые фонды и фонды прямых инвестиций предлагают различную степень ликвидности, хотя определенные фонды могут не предлагать никакой ликвидности в течение 5 или 7 лет. Выбор управляющего жизненно важен, и это проще сказать, чем сделать. В итоге такие фонды



должны найти себе место в портфеле, потому что преимущества диверсификации и талантливое менеджмента перевешивают недостаток ликвидности.

*Наличные.* Это может казаться удивительным выбором в мире, находящемся под угрозой галопирующей инфляции и краха валют. Однако наличность занимает свое место как минимум на некоторое время, потому что это прекрасный дефляционный хедж и она имеет внутренние функциональные возможности, которые дают держателю возможность в любую минуту перенаправить ее в другие инвестиции. Доля наличных в портфеле также сокращает его общую волатильность, будучи противовесом использованию заемных средств. Инвесторы, думающие над идеальной валютой для наличных, могут поразмыслить над сингапурским, канадским, американским долларом и евро. Возможно, наличные – это не самая лучшая инвестиция *после* катастрофы, но они могут сослужить инвестору хорошую службу *до того*, как возникнет катастрофа. Задача, конечно, состоит в том, чтобы быть внимательным к индикаторам и предупреждениям и осуществлять своевременный переход к одному из уже упомянутых альтернативных вариантов.

В целом портфель из 20 % золота, 20 % земли, 10 % предметов искусства, 20 % альтернативных фондов и 30 % наличных должен представлять собой оптимальное сочетание сохранения благосостояния в условиях инфляции, дефляции и социальной нестабильности, в то же время обеспечивая высокую доходность с поправкой на риск и разумную ликвидность. Но ни один портфель, направленный на достижение этих целей, неэффективен в случае инвестора, придерживающегося стратегии долгосрочного инвестирования. Таким портфелем надо активно управлять. Как только индикаторы и предупреждения становятся более четкими и возникает более высокая очевидность по определенным вариантам развития событий, портфель необходимо модифицировать разумными способами. Если цена на золото достигла 9000 долл. за унцию, возможно, пришло время продать золото и приобрести больше земли. Если инфляция возрастает быстрее, чем ожидалось, возможно, имеет смысл конвертировать наличные в золото. Фонд прямых инвестиций, который демонстрировал хорошие показатели в течение пяти лет, может быть выкуплен без повторного инвестирования, потому что условия могут к тому времени стать более рискованными. Точные результаты и совокупные показатели портфеля невозможно знать заранее, так что требуется постоянное внимание к семи признакам и определенная гибкость взгляда в будущее.

Хотя варианты развития событий, описанные в этой книге, очень пугающи, они не обязательно реализуются в ближайшем будущем. Многое зависит от правительств и центральных банков, и у этих организаций есть огромная жизнеспособность, даже когда они ведут в высшей степени разрушительную политику. Мир сталкивался с худшими кризисами, чем финансовый крах, и выжил, чтобы рассказать о пережитом. Даже несмотря на крах рынков, жизнь продолжается. Но когда крах придет, будет лучше находиться среди тех, кто принял меры и приготовился к буре. Мы не беспомощны; мы можем сейчас начать готовиться к тому, чтобы выдержать неизбежный результат высокомерия центральных банков.

## Послесловие

Когда я писал в 2011 г. «Валютные войны» (Currency Wars), то диагностировал различные опасности в финансовой системе и прописал конкретные шаги, которые политики высшего эшелона могут предпринять, чтобы уменьшить эти опасности. Я определил способы обратить вспять промахи кредитно-денежной и налогово-бюджетной политики в мире, особенно в Соединенных Штатах. Мой тон был предупреждающим, но оптимистичным. В частности, я сказал, что уже поздно, но еще не слишком поздно исправить ущерб, нанесенный банкирами, и восстановить финансовую систему до прочной основы, которая будет поддерживать коммерческую деятельность, а не пытаться опустошить ее досуха.

Через два с половиной года после завершения «Валютных войн» ситуация действительно изменилась – но не в лучшую сторону. Элиты, которые в прежние времена были самоотверженными, стали эгоистичными. Мир перешел грань, где была обоснованная надежда на мягкую посадку; легких выходов из политических ошибок, которые уже совершены, нет. Все, что осталось, – трудный выбор.

Вероятность желанной мягкой инфляции среднего уровня, которая становится самоподдерживающейся и, кажется, поднимает все лодки с мели с помощью иллюзии денег, отсутствует. В ассортименте имеются только высокая дефляция, инфляция, беспорядки, дефолт и меры давления. Точные пути и результаты невозможно предсказать, но тяжелые последствия можно предвидеть. Эти последствия могут проявиться через существенные промежутки времени, но лежащие в их основе процессы уже запущены.

Крах доллара и крах международной валютной системы – это одно и то же. Угрозы для доллара повсеместны: утраченное доверие, финансовая война, региональные гегемоны, гиперинфляция и многое другое. Эти угрозы вырисовываются все четче и могут даже сойтись в одной точке, поскольку инфляция подрывает доверие и придает смелости врагам в цикле обратной связи, который набирает энергию, как ураган на теплой воде. Сбережения рядовых граждан находятся на пути бури.

Правящие круги могут не настораживать угрозы, окружающие доллар, но вкладчики и инвесторы демонстрируют куда больше здравого смысла. Прилив в направлении физических активов ощутим и становится все сильнее.

Возможно, уже слишком поздно спасти доллар, но еще не слишком поздно сохранить благосостояние. Мы живем в эрзац-денежной системе, которая достигла финальной стадии. В наше время ценности становятся дутыми – золото превращается в медь. Давно пора вернуться к истинной ценности, основанной на доверии.

# Литература

## Статъи

a Framework for the Fund's Issuance of Notes to the Official Sector. Report prepared by the International Monetary Fund's Finance and Legal Departments, June 17, 2009.

Allouni, Tayser, «A Discussion on the New Crusader Wars», October 21, 2001, [http://www.religioscope.com/info/doc/jihad/ubl\\_int\\_2.htm](http://www.religioscope.com/info/doc/jihad/ubl_int_2.htm).

Ambinder, Marc, «The Day After», *National Journal*, April 11, 2011.

Alderman, Liz and Bounias, Demitris, «Privatizing Greece, Slowly but Not Surely», *The New York Times*, November 18, 2012, [www.nytimes.com/glogin?URI=http://www.nytimes.com/2012/11/18/business/privatizing-greece-slowly-but-not-surely.html](http://www.nytimes.com/glogin?URI=http://www.nytimes.com/2012/11/18/business/privatizing-greece-slowly-but-not-surely.html).

Alderman, Liz, «Under Chinese, a Greek Port Thrives», *The New York Times*, October 19, 2012, <http://www.nytimes.com/2012/10/11/business/global/chinese-company-sets-new-rhythm-in-port-of-piraeus.html?pagewanted=all>.

Akerlof, George A., «The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism», *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, August 1970, pp. 488-500.

«APT1 Exposing One of China's Cyber Espionage Units» by Mandiant, (2013), [www.mandiant.com](http://www.mandiant.com).

Arvedlund, Erin E., «Follow The Money: Terrorist Conspirators Could Have Profited More From Fall of Entire Market Than Single Stocks». *Barron's*, October 6, 2001.

Aslund, Anders, «Paul Krugman's Baltic Problem», *Foreign Policy*, September 13, 2012, [http://www.foreignpolicy.com/articles/2012/09/13/paul\\_krugmans\\_baltic\\_problor](http://www.foreignpolicy.com/articles/2012/09/13/paul_krugmans_baltic_problor)

Aslund, Anders, «Southern Europe Ignores Lessons from Latvia at Its Peril», *Policy Brief Number PB12-17*, June 2012, <http://www.iie.com/publications/pb/pb12-17.pdf>.

Bak, Per, *Catastrophes and Self-Organized Criticality*, *Computers in Physics*, 5, pp. 430-433, (1991).

Bak, Per, *The Devil's Staircase*, *Physics Today*, 39, 12, p. 38-45, (1986).

Barsky, Robert B., and Lawrence H. Summers. «Gibson's Paradox and the

Gold Standard». *The Journal of Political Economy* 96 (1988): 528-550.

Basher, Dr. Syed Abul, «Regional Initiative in the Gulf: Search for a GCC Currency», Paper presented at the International Institute for Strategic Studies Seminar, «Currencies of Power and the Power of Currencies: The Geopolitics of Currencies, Reserves and the Global Financial System» in Bahrain, September 30, 2012, <http://www.iiss.org/en/events/geo-economics%20seminars/geo-economics%20seminars/archive/currencies-of-power-and-the-power-of-currencies-38db>.

Bernanke, Ben S., «Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment», National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, July 1980.

Barro, Robert J. «Are Government Bonds Net Wealth?» *Journal of Political Economy* 82, (1974): 1095-1117.

Barro, Robert J., and Charles J. Redlick. «Macroeconomic Effects From Government Purchases and Taxes». Working Paper No. 10-22, prepared in association with Mercatus Center at George Mason University, July, 2010.

Benoit, Angeline; Baigorri, Manuel and Ross-Thomas, Emma, «Rajoy Drives Spanish Revolution With Low-Cost Manufacture», *Bloomberg*, December 19, 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-12-19/rajoy-drives-spanish-revolution-with-low-cost-manufacture.html>.

Bernanke, Ben, «Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here», November 21, 2002, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>

Bernanke, Ben. 1995. «The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach». *Journal of Money, Credit and Banking* 27, 1—28.

Berkmen, S. Pelin, «Bank of Japan’s Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?», International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/12/2, January 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1202.pdf>.

Blanchard, Oliver, and Roberto Perotti. «An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output». *The Quarterly Journal of Economics*, (2002): 1329-1368.

Blessing, Karl, Letter of Karl Blessing to William McChesney Martin, March 30, 1967, Lyndon Baines Johnson Library & Museum, Austin, TX <http://www.lbjlibrary.org/>.

Bouras, Stelios and Pangalos, Philip, «Foreign Money is Revisiting Greece», *The Wall Street Journal*, February 25, 2013, page C1.

Bumiller, Elisabeth, «Bin Laden, on tape, boasts of trade center attacks; U.S. says it proves his guilt». *New York Times*, December 14, 2001.

«Cargo plane with 1.5 tons of gold held in Istanbul», *Hurriyet Daily News*,

January 5, 2013.

Cendrowicz, Leo, «Switzerland Celebrates World's Longest Rail Tunnel», *Time*, October 20, 2010, <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,2026369,00.html>.

Chesney, Marc; Crameri, Remo and Mancini, Lorian, «Detecting Informed Trading Activities in the Options Markets». Swiss Finance Institute Research Paper No. 11-42, (July 2012) <http://ssrn.com/abstract=1522157>.

Clark, Andrew, «The Guardian Profile: Stephen Schwarzman», *The Guardian*, June 15, 2007.

«China, Russia sign five-point joint statement», Xinhua, June 18, 2009, [http://news.xinhuanet.com/english/2009-06/18/content\\_11558133.htm](http://news.xinhuanet.com/english/2009-06/18/content_11558133.htm).

Christ, Carl F. «A Short-Run Aggregate-Demand Model of the Interdependence and Effects of Monetary and Fiscal Policies with Keynesian and Classical Interest Elasticities». *American Economic Review*, Vol. 57, No. 2, May, 1967.

Cogan, John F., and John B. Taylor. «The Obama Stimulus Impact? Zero». *The Wall Street Journal*, December 9, 2010.

Cogan, John F., et al. «New Keynesian versus Old Keynesian Government Spending Multipliers». Working Paper No. 14782 prepared for the National Bureau of Economic Research, March, 2009.

Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) report issued by the International Monetary Fund, Washington, DC, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

Das, Mitali and N'Diaye, Papa, «Chronicle of a Decline Foretold: Has China Reached the Lewis Turning Point?» IMF Working Paper WP/13/26, January, 2013.

Del Negro, Marco; Giannoni, Marc and Patterson, Christina, «The Forward Guidance Puzzle», The Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 574, October 2012.

Davis, Bob, «China Tries to Shut Rising Income Gap», *The Wall Street Journal*, December 11, 2012, page A 14.

Dell'Ariccia, Giovanni, Laeven, Luc and Suarez, Gustavo, «Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States», International Monetary Fund Working Paper WP/13/143, June, 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40642.0>.

Dixon, Hugo, «The Gloom Around Greece Is Dissipating», *The New York Times*, April 21, 2013.

eThekwini Declaration of the Fifth BRICS Summit, Durban, South Africa, March 27, 2013, <http://www.brics5.co.za/assets/eThekwini-Declaration-and->

[Action-Plan-MASTER-27-MARCH-2013.pdf](#).

Eichengreen, Barry, and Douglas A. Irwin. «The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?» Working Paper No. 15142, prepared for the National Bureau of Economic Research, July, 2009.

Eichengreen, Barry, and Marc Flandreau. «The Rise and Fall of the Dollar, Or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?» Paper No. 6869, prepared for the Centre for Economic Policy Research, June, 2008.

Eichengreen, Barry. «The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition». *Foreign Affairs*, September/October, 2009, 53-68.

Evans-Pritchard, Ambrose, «Beijing hints at bond attack on Japan» *The Telegraph*, September 18, 2012.

Evans-Pritchard, Ambrose, «Japan's Shinzo Abe prepares to print money for the whole world», *The Telegraph*, December 17, 2012, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/9751609/Japans-Shinzo-Abe-prepares-to-print-money-for-the-whole-world.html>.

Farchy, Jack. «Gold Key To Financing Gaddafi Struggle». *Financial Times*, March 21, 2011.

Farchy, Jack. «Iran Bought Gold to Cut Dollar Exposure». *Financial Times*, March 20, 2011.

Faucon, Benoit, «U.S. Warns Russia on Iranian Bank» *The Wall Street Journal*, December 11, 2012.

Fergusson, Niall. «Complexity and Collapse: Empires on the Edge of Chaos». *Foreign Affairs*, March/April, 2010.

Fisher, Irving, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions» *Econometrica* (1933), available from the Federal Reserve Bank of St. Louis <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>.

Fisher, Max, «Syrian hackers claim AP hack that tipped stock market by \$136 billion. Is it terrorism?», *The Washington Post*, April 23, 2013, [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com).

Flavelle, Christopher, «Debunking the 'Wealth Effect', Slate.com, June 10, 2008, [http://www.slate.com/articles/news\\_and\\_politics/hey\\_wait\\_a\\_minute/2008/06/del](http://www.slate.com/articles/news_and_politics/hey_wait_a_minute/2008/06/del)

Forbes, Kristin. «Why Do foreigners Invest In the United States?» Report prepared for International Monetary Fund's Conference on International Macro-Finance, May 29, 2008.

Gang, Xiao, «Regulating Shadow Banking», *China Daily*, October 12, 2012.

Gelb, Leslie H. «GDP Now Matters More Than Force: A U.S. Policy for the



Age of Economic Power». *Foreign Affairs*, November/December, 2010.

Gill, Indermit and Raiser, Martin, «Golden Growth, Restoring the lustre of the European economic model», The International Bank for Reconstruction and Development, 2012, [web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/0,contentMI](http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/0,contentMI)

«Global Energy Cyberattacks: «'Night Dragon'» by McAfee Roundstone Professional Services and McAfee Labs, February 10, 2011.

«Gold: a commodity like no other» Report prepared by the World Gold Council. April, 2011.

«Gold seized at Istanbul airport was allegedly for Iran». *The Voice of Russia*, January 6, 2013.

Goodhart, Charles, «Central banks walk inflation's razor edge», *Financial Times*, March 28, 2013.

Hanemann, Thilo and Rosen, Daniel H., «China Invests in Europe, Patterns, Impacts and Policy Implications», The Rhodium Group, June 2012, [http://download.www.arte.tv/permanent/u1/Quand-la-Chine/RHG\\_ChinaInvestsInEurope\\_June2012\[1\].pdf](http://download.www.arte.tv/permanent/u1/Quand-la-Chine/RHG_ChinaInvestsInEurope_June2012[1].pdf).

Hanke, Steve H., «The Federal Reserve vs. Small Business», Cato Institute, June 3, 2013, <http://www.cato.org/blog/federal-reserve-vs-small-business-0>.

Hayek, Friedrich, *The Use of Knowledge in Society*, *The American Economic Review*, Vol. XXXV, No. 4; September, 1945, pp. 519-530.

«Heirs of Mao's Comrades Rise as New Capitalist Nobility», *Bloomberg News*, December 26, 2012, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).

Hetzel, Robert L. «Monetary Policy in the 2008-2009 Recession». *Economic Quarterly* 95 (2009): 201-233.

Higgins, Andrew, «Used to Hardship, Latvia Accepts Austerity, and Its Pain Eases», *The New York Times*, January 1, 2013, <http://www.nytimes.com/2013/01/02/world/europe/used-to-hardship-latvia-accepts-austerity-and-its-pain-eases.html?pagewanted=all>.

Hiro, Dilip, «Shanghai surprise – The summit of the Shanghai Cooperation Organization reveals how power is shifting in the world», *The Guardian*, June 16, 2006, <http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2006/jun/16/shanghaisurprise>.

«Housing Wealth and Consumer Spending», Congressional Budget Office Background Paper, January 2007, <http://www.cbo.gov/publication/18279>.

Hunt, Lacy H., «The Fed's Flawed Model», Casey Research, May 28, 2013, <http://www.caseyresearch.com/articles/the-feds-flawed-model>.

«IMF Determines New Currency Weights for SDR Valuation Basket». Press Release No. 10/434 from International Monetary Fund, November 15,

2010.

«IMF to Begin On-Market Sales of Gold». Press Release No. 10/44 from International Monetary Fund, February 17, 2010.

Jaffe, Greg, «U.S. model for a future war fans tensions with China and inside Pentagon», *The Washington Post*, August 1, 2012.

Kaminski, Matthew, «Guy Sorman: Why Europe Will Rise Again», *The Wall Street Journal*, August 18, 2011, page A11.

Kaminski, Matthew, «Trying to Save Europe, ‘Step by Step’», *The Wall Street Journal*, December 4, 2012, p. A17.

Kannan, Prakash, and Fritz Kohler-Geib. «The Uncertainty Channel of Contagion». Working paper prepared for the International Monetary Fund, October, 2009.

«Kazakhstan – Two decades of global initiatives», First Magazine, [www.firstmagazine.com/DownloadSpecialReportDetail.1225.ashx](http://www.firstmagazine.com/DownloadSpecialReportDetail.1225.ashx).

Khalifa, Sherif; Seck, Ousmane and Tobing, Elwin, «Financial wealth effect: evidence from threshold estimation», *Applied Economics Letters*, March 7, 2011, <http://business.fullerton.edu/economics/skhalifa/publication13.pdf>.

King, Mervyn. «Do we need an international monetary system?» Speech given at the Economic Summit, Stanford Institute for Economic Policy Research, March 11, 2011.

Krugman, Paul, «Sticky Wages and the Macro Story», *The New York Times*, July 22, 2012, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/07/22/sticky-wages-and-the-macro-story/>.

Krugman, Paul, «The Myth of Asia’s Miracle», *Foreign Affairs*, November/December 1994, p. 62.

Lagerspetz, Eerik, «Money as a Social Contract», *Theory and Decision*, July 1984, Volume 17, Issue 1, pp. 1-9.

Lee, Il Houn, Syed, Murtaza and Xueyan, Liu, «Is China Over-Investing and Does it Matter», IMF Working Paper WP/12/277, International Monetary Fund November 2012.

Lee, Houn Il; Qingjun, Xu and Syed, Murtaza, «China’s Demography and its Implications», IMF Working Paper WP/13/82, International Monetary Fund, 2013.

Lie, Eric, «On the Timing of CEO Stock Option Awards», *Management Science* 51, no 5 (May 2005).

Ludvigson, Sydney and Steindel, Charles, «How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?» FRBNY Economic Policy Review, July 1990, <http://ftp.ny.frb.org/research/epr/99v05n2/9907ludv.pdf>.

Macdonald, Alistair, Vieira, Paul and Connors, Will, «Chinese Fly Cash

West, by the Suitcase», *The Wall Street Journal*, January 2, 2013.

Maclachlan, Fiona, «Max Weber and the State Theory of Money», Working paper, <http://home.manhattan.edu/~fiona.maclachlan/maclachlan26july03.htm>.

Makin, John H. «Inflation Is Better Than Deflation». Prepared for the American Enterprise Institute for Public Policy Research, March, 2009.

Makin, John H., «Trillion-Dollar Deficits Are Sustainable for Now, Unfortunately», *Economic Outlook*, December 2012, American Enterprise Institute for Public Policy Research, [www.aie.org](http://www.aie.org).

Martin, Michael F., *China's Sovereign Wealth Fund*, Washington, Congressional Research Service, January 22, 2008.

McCulley, Paul and Pozsar, Zoltan, «Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation», GIC Global Society of Fellows, January 7, 2013.

McGregor, James. «China's Drive for 'Indigenous Innovation' A Web of Industrial Policies». Report prepared by APCO Worldwide for the U.S. Chamber of Commerce's Global Regulatory Cooperation Project, July 28, 2010.

Merton, Robert K. «The Self-Fulfilling Prophecy». *The Antioch Review* Vol. 8, No. 2, Summer, 1948, pp. 193-210.

Milgram, S. «Behavioral study of obedience». *Journal of Abnormal Social Psychology*, 1963.

Minder, Ralph, «Car Factories Offer Hope for Spanish Industry and Workers», *New York Times*, December 28, 2012, p. B1, <http://www.nytimes.com/2012/12/28/business/global/car-factories-offer-hope-for-spanish-industry-and-workers.html?pagewanted=all>

«Money: DeGaulle v. the Dollar». *Time*, February 12, 1965.

«More Credit with Fewer Crises: Responsibly Meeting the World's Growing Demand for Credit». A World Economic Forum Report in Collaboration with McKinsey & Company, January, 2010.

Muhleisen, Martin, et al., editors. «The IMF-FSB Early Warning Exercise: Design and Methodological Toolkit». Report prepared by International Monetary Fund, September, 2010.

Mundell, Robert A., «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (September 1961), pp. 657-665, p. 659.

Newman, Mark. «Power Laws, Pareto Distributions and Zipf's Law». *Contemporary Physics* 46 (September, 2005): 323-351.

Nixon, Richard M., Address to the Nation Outlining a New Economic Policy, August 15, 1971, <http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=3115#axzz1LXd02JEK>.

O'Neill, Jim, «Building Better Global Economic BRICs», Global Economics Paper No: 66, Goldman Sachs, November 30, 2001 <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf>.

Patterson, Scott; Strasburg, Jenny and Bunge, Jacob, «Knight Upgrade Triggered Old Trading System, Big Losses», *The Wall Street Journal*, August 14, 2012.

Pei, Minxin, «China's Troubled Bourbons», *Project Syndicate*, October 31, 2012, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org).

Pettis, Michael, «The IMF on overinvestment», *Michael Pettis' China Financial Markets*, December 28, 2012, <http://www.mpettis.com/2012/12/28/the-imf-on-overinvestment/>.

Poteshman, Allen M., «Unusual Option Market Activity and the Terrorist Attacks of September 11, 2001». *Journal of Business* Vol. 79, No. 4 (July 2006).

«Proposal for a General Allocation of SDRs». Report prepared for International Monetary Fund, June 9, 2009.

Pufeng, Major General Wang, «The Challenge of Information Warfare», *China Military Science*, Spring 1995.

Ramo, Joshua Cooper, «The Beijing Consensus», London, Foreign Policy Centre, 2004.

«Reform of the International Monetary and Financial System». Prepared for the United Nations Conference on Trade and Development, *Trade and Development Report, 2009*, 113-131.

«Reforming the International Financial Architecture». *World Economic and Social Survey 2010*, 103-131.

«Remarks by Governor Ben S. Bernanke». Address given before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21, 2002. <[federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm](http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm)>.

Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S., «Growth in a Time of Debt», National Bureau of Economic Research, Working Paper 15639, January 2010.

Reinhart, Carmen M. and Sbrancia, M. Belen, «The Liquidation of Government Debt», Working Paper Series WP 11-10, April 2011, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Rickards, James G. (2009), «A New Risk Management Model for Wall Street», *The RMA Journal – The Journal of Enterprise Risk Management*, March 2009, 20-24.

Rickards, James G. «Keynesianism, Monetarism and Complexity». *Reuters Rolfe Winkler Capital Jungle Blog*, January 7, 2010.

Romer, Christina A., «The Debate That's Muting the Fed's Response», New

York Times, February 26, 2011.  
<http://www.nytimes.com/2011/02/27/business/27view.html>

Romer, Christina A., and Jared Bernstein. «The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan». Report prepared by Council of Economic Advisers. January 9, 2009.

Rosenberg, Matthew, «An Afghan Mystery: Why are Large Shipments of Gold Leaving the Country?» *The New York Times*, December 15, 2012.

Scheinkman, Jose A., Woodford, Michael, *Self-Organized Criticality and Economic Fluctuations*, *The American Economic Review*, Vol. 84, No. 2, pp. 417-421 (May, 1994).

Schneider, Howard, «As Chinese capital moves abroad, Europe offers an open door», *The Washington Post*, February 26, 2013.

Schneider, Howard, «In a two-faced euro zone, financial conditions ease and joblessness rises», *The Washington Post*, March 1, 2013.

Singh, Manmohan, and James Aitken. «The (sizable) Role of Rehypotheccation in the Shadow Banking System». Working Paper prepared for the International Monetary Fund, July, 2010.

Sornette, D. «Critical Market Crashes». *Physics Reports* 378 (2003): 1—98.

Sornette, Didier. «Dragon-Kings, Black Swans and the Prediction of Crises». *International Journal of Terraspace Science and Engineering*, December, 2009.

Sornette, Didier, and Ryan Woodward. «Financial Bubbles, Real Estate Bubbles, Derivative Bubbles, and the Financial and Economic Crisis». Report prepared for Proceedings of Applications of Physics and Financial Analysis Conference Series, May 2, 2009.

Stein, Jeremy C., «Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses», Federal Reserve Bank of St. Louis Research Symposium, February 7, 2013.

Stavis, Matina, «Euro Zone Closes in on Bank Plans», *The Wall Street Journal*, June 13, 2013  
[online.wsj.com/article/SB10001424127887323734304578542941134353614.htm](http://online.wsj.com/article/SB10001424127887323734304578542941134353614.htm)

Stewart, James B., «The Birthday Party», *The New Yorker*, February 11, 2008.

Subbotin, Alexander. «A Multi-Horizon Scale for Volatility». Working paper prepared for Centre d'Economie de la Sorbonne, March 3, 2008.

Swensson, Lars E.O. «Escaping a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others». Working Paper No. 10195 prepared for National Bureau of Economic Research, December, 2003.

Swensson, Lars E.O. «The Zero Bound in an Open Economy» A Foolproof

Way of Escaping From a Liquidity Trap». Working Paper No. 7957 prepared for National Bureau of Economic Research, October 2000.

«Systematic Risk and the Redesign of Financial Regulation». A Global Financial Stability Report, prepared for the International Monetary Fund, April, 2010.

Taylor, Jason E. and Vedder, Richard K., «Stimulus by Spending Cuts: Lessons from 1946», Cato Policy Report, Cato Institute, May/June 2010, <http://www.cato.org/policy-report/mayjune-2010/stimulus-spending-cuts-lessons-1946>.

Taylor, John B. «Discretion versus policy rules in practice». Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy (1993) 195-214.

Taylor, John B. «Evaluating the Tarp». Written Testimony for the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, March 17, 2011.

«The euro zone crisis Growth Problem», Buttonwood, *The Economist*, December 17, 2012.

«The real deal – Low real interest rates are usually bad news for equity markets», Buttonwood, *The Economist*, October 20, 2012, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21564845-low-real-interest-rates-are-usually-bad-news-equity-markets/>

Tiwari, Dheeraj and Jayaswal, Rajeev, «India, Iran mull over gold-for-oil for now», *Financial Times*, January 8, 2011.

Tsirel, Sergey V., et al. «Log-Periodic Oscillation Analysis and Possible Burst of the ‘Gold Bubble’ in April – June 2011».

Ummelas, Ott, «Why Estonia Loves the Euro», Bloomberg Businessweek Magazine, February 2, 2012, <http://www.businessweek.com/magazine/why-estonia-loves-the-euro-02022012.html>.

United States Government Accountability Office, *Iran Sanctions – Impact in Furthering U. S. Objectives is Unclear and Should be Reviewed*, Washington, DC, Government Accountability Office, 2008.

«W.32.Stuxnet Dossier Version 1.4» by Nicolas Falliere, Liam O Murchu and Eric Chien, Symantec, February 2011.

Walker, Marcus and Galloni, Alessandra, «Embattled Economies Cling to the Euro», *The Wall Street Journal*, February 13, 2013, p. A1.

Williamson, John, «Is the ‘Beijing Consensus’ Now Dominant», Asia Policy, Number 13, January 2012, pp. 1—16.

Williamson, John, «What Washington Means by Policy Reform», Peterson Institute for International Economics, 1990, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=486>.



WIPO IP Facts and Figures, WIPO Economics and Statistics Series 2012, [http://www.wipo.int/export/sites/www/freepublications/en/statistics/943/wipo\\_publications\\_en\\_0943.pdf](http://www.wipo.int/export/sites/www/freepublications/en/statistics/943/wipo_publications_en_0943.pdf)

Wong, Wing-Keung; Thompson, Howard E. and Teh, Kweechong, «Was there Abnormal Trading in the S&P 500 Index Options Prior to the September 11 Attacks». <http://ssrn.com/abstract=1588523>.

Woodford, Michael. «Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis». Paper prepared for annual meeting of the American Economics Association, New Orleans, January 4, 2008.

Woodford, Michael, «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound», August 20, 2012, presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, August 31, 2012.

Woodford, Michael. «Simple Analytics of the Government Expenditure Multiplier». Paper Presented at the Allied Social Science Associations, Atlanta, Georgia, January 3-5, 2010.

«World Money: A More Equal System». *Time*, January 3, 1972.

Yellen, Janet L. «Improving the International Monetary and Financial System». Remarks delivered at the Banque de France International Symposium in Paris, France. March 4, 2011.

### **Книги**

Acemoglu, Daron and Robinson, James A., *Why Nations Fail, The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*. New York: Crown Business, 2012.

Admati, Anat and Hellwig, Martin, *The Banker's New Clothes*. Princeton: Princeton University Press, 2013.

Alperovitz, Gar, *America Beyond Capitalism, Reclaiming Our Wealth, Our Liberty, and Our Democracy*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2005.

Anderson, Benjamin M., *Economics and the Public Welfare, a Financial and Economic History of the United States, 1914-1946*. Indianapolis: Liberty Press, 1979.

Authors, John, *The Fearful Rise of Markets*. Upper Saddle River: FT Press, 2010.

Babbin, Jed, and Edward Timberlake. *Showdown: Why China Wants War With The United States*. Washington D.C.: Regnery, 2006.

Bagehot, Walter. *Lombard Street: A Description Of The Money Market*. New York: Scribner, Armstrong, 1873.

Bak, Per. *Catastrophes and Self-Organized Criticality*, Computers in Physics, 5, pp. 430-433, (1991).

Bak, Per, *How Nature Works: The Science of Self-Organized Criticality*. New York: Copernicus, 1996.

Balko, Radley, *Rise of the Warrior Cop – The Militarization of America's Police Forces*, New York: Public Affairs, 2013.

Barabasi, Albert-Laszlo. *Linked*. New York: Plume, 2003.

Barbero, Alessandro, *Charlemagne, Father of a Continent*. Berkeley: University of California Press, 2004.

Beinhocker, Eric D. *Origin of Wealth: Evolution, Complexity, and the Radical Remaking of Economics*. Cambridge: Harvard University Press, 2007.

Bell, Stephanie A. and Nell, Edward J., Eds., *The State, The Market, and the Euro: Metallism versus Chartalism in the Theory of Money*. Northampton, Edward Elgar Publishing, Inc. (2003).

Bergman, Ronen. *The Secret War with Iran*. New York: Free Press, 2008

Bernanke, Ben S. *Essays on The Great Depression*. Princeton: Princeton University Press, 2000.

Bernstein, Peter L., «A Primer on Money, Banking and Gold», New York, John Wiley & Sons, 2008.

Bernstein, Peter L. *Capital Ideas: The Improbable Origins Of Modern Wall Street*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2005

Bookstaber, Richard. *A Demon Of Our Own Design: Markets Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc., 2007.

Bordo, Michael David, «The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today», Federal Reserve Bank of St. Louis, May 1981.

Brown, Cynthia Stokes. *Big History: From The Big Bang To The Present*. New York: The New Press, 2007.

Buchanan, Mark. *Ubiquity: The Science of History or Why the World is Simpler Than we Think*. New York: Crown Publishers, 2001.

Casey, Michael J., *The Unfair Trade, How our Broken Global Financial System Destroys the Middle Class*. New York: Crown Business, 2012.

Casti, John, *X-Events, The Collapse of Everything*. New York: William Morrow, 2012.

Chaisson, Eric J. *Cosmic Evolution: The Rise of Complexity in Nature*. Cambridge: Harvard University Press, 2001.

Chernow, Ron. *The House Of Morgan: An American Banking Dynasty And The Rise Of Modern Finance*. New York: Simon & Schuster, 1999.

Christian, David. *Maps Of Time: An Introduction To Big History*. Berkeley: University of California Press, 2004.

Coggen, Philip, *Paper Promises, Debt, Money and The New World Order*.



New York: Public Affairs, 2012.

Conrad, Edward, *Unintended Consequences, Why Everything You've Been Told About the Economy is Wrong*. New York: Portfolio/Penguin, 2012.

Courakis, Anthony (ed.), *Inflation, Depression, and Economic Policy in the West*. Rowman & Littlefield.

Dam, Kenneth W., *The Rules of the Game, Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982.

Duncan, Richard, *The New Depression: The Breakdown of the Paper Money Economy*, Singapore. John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd. (2012).

Easley, David and Kleinberg, Jon, *Networks, Crowds and Markets*. Cambridge; Cambridge University Press, 2010.

Eichengreen, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard And The Great Depression 1919-1939*. New York: Oxford University Press, 1995.

Eichengreen, Barry. *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*. Second Edition. Princeton: Princeton University Press, 2008.

Eichengreen, Barry. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

Eichengreen, Barry. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. Cambridge: The MIT Press, 2007.

Einhard, *The Life of Charlemagne*. Kessinger Publishing, 2010.

Eisen, Sara, (ed.), *Currencies After the Crash, The Uncertain Future of the Global Paper-Based Currency System*. New York: McGraw-Hill, 2013.

Fenby, Jonathan, *Tiger Head, Snake Tails, China Today, How it Got There and Where it is Heading*. New York: Overlook Press, 2012.

Fergusson, Adam. *When Money Dies: The Nightmare of Deficit Spending, Devaluation, And Hyperinflation In Weimar Germany*. New York: Public Affairs, 2010.

Fleming, Ian, *Goldfinger*, New York, Avenel Books, 1988.

Freeland, Chrystia, *Plutocrats, The Rise of the New Global Super-Rich and the Fall of Everyone Else*. New York: The Penguin Press, 2012.

Friedman, Milton, «Studies in the Quantity Theory of Money», University of Chicago Press (1967).

Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press, 1963.

Gallarotti, Giulio M. *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard 1880-1914*. New York: Oxford University Press, 1995.

- Gleik, James, *The Information*. New York: Pantheon Books, 2011.
- Goldberg, Jonah, *Liberal Fascism, The Secret History of the American Left from Mussolini to the Politics of Meaning*. New York: Doubleday, 2008.
- Goodhart, C. A. E., *The New York Money Market and the Finance of Trade, 1900-1913*. Cambridge: Harvard University Press, 1969.
- Graeber, David, *Debt, The First 5,000 Years*. Brooklyn: Melville House Publishing, 2011.
- Guangqian, Peng and Youzhi, Yao (eds.), *The Science of Military Strategy*. Beijing: Military Science Publishing House, 2005.
- Guillen, Mauro, F. and Ontiveros, Emilio, *Global Turning Points, Understanding the Challenges for Business in the 21st Century*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.
- Hahn, F. H. and Brechling, F. P. R. (eds.), *The Theory of Interest Rates*. London: Macmillan & Co Ltd, 1965.
- Hahn, Frank, *Money and Inflation*. Cambridge: MIT Press, 1985.
- Hahn, Robert W. and Tetlock, Paul C., editors. *Information Markets: A New Way of Making Decisions*. Washington DC: AEI Press, 2006.
- Hamilton, Alexander. *Writings*. New York: Literary Classics of the United States, Inc., 2001.
- Hapler, Stefan. *The Beijing Consensus: How China's Authoritarian Model Will Dominate The Twenty-First Century*. New York: Basic Books, 2010.
- Hayek, F.A. *Good Money, Part I: The New World*, Edited by Stephen Kresge. Indianapolis: Liberty Fund, 1999.
- Hayek, F.A. *Good Money, Part II: The Standard*, Edited by Stephen Kresge. Indianapolis: Liberty Fund, 1999.
- Hayek, F.A. *The Fortunes of Liberalism: Essays on Austrian Economics And The Ideal Of Freedom*, Edited by Peter G. Klein. Indianapolis: Liberty Fund, 1992.
- Jensen, Henrik Jeldtoft. *Self-Organized Critically: Emergent Complex Behavior in Physical and Biological Systems*. New York: Cambridge University Press, 1998.
- Johnson, Clark H. *Gold, France, and the Great Depression: 1919-1932*. New Haven: Yale University Press, 1997.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, editors. *Choices, Values, and Frames*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- Kahneman, Daniel, et al., editors. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
- Keen, Steve, *Debunking Economics, The Naked Emperor Dethroned?* London: Zed Book Ltd., 2011.

Keynes, John Maynard. *A Tract on Monetary Reform*. LaVergne: BN Publishing, 2008.

Keynes, John Maynard. *The Economic Consequences Of The Peace*. London: Macmillan and CO, 1920.

Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. San Diego: Harcourt Inc., 1964.

Keynes, John Maynard. *Treatise On Money V1: The Pure Theory Of Money (1930)*. London: Macmillan and CO., 1950.

Keynes, John Maynard. *Treatise On Money V2: The Applied Theory Of Money (1930)*. London: Macmillan and CO., 1950.

Kindleberger, Charles P. and Robert Aliber. *Maniacs, Panics, And Crashes: A History of Financial Crises*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc., 2005.

Kindleberger, Charles P. *Maniacs, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Revised Edition. New York: Basic Books, 1989.

Kindleberger, Charles P. *The World In Depression 1929-1939*. Berkeley: University of California Press, 1986.

Knapp, Georg Friedrich. *The State Theory Of Money*. First German edition, 1924, republished by San Diego: Simon Publications, 2003.

Knight, Frank H., *Risk, Uncertainty and Profit*, (1921), reprinted by Beard Books, Washington, DC, 2002.

Krugman, Paul, *End This Depression Now*. New York: W. W. Norton & Company, 2012.

Krugman, Paul, *Pop Internationalism*. Cambridge: The MIT Press, 1997.

Krugman, Paul, *The Accidental Theorist and Other Dispatches from the Dismal Science*. New York: W. W. Norton & Company, 1998.

Lao-Tze, *Tao Te Ching*. Indianapolis: Hackett Publishing Company, 2013.

Lebor, Adam, *Tower of Basel, The Shadowy History of the Secret Bank that Runs the World*. New York: Public Affairs, 2013.

Lehrman, Lewis E., *Paper Money of the True Gold Standard*. The Lehrman Institute, 2012.

Lind, Michael, *Land of Promise, An Economic History of the United States*. New York: Harper, 2012.

Kuhn, Thomas S. *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: The University of Chicago Press, 1996.

Lam, Lui. *Nonlinear Physics for Beginners*. Singapore: World Scientific, 1998.

Liang, Col. Qiao and Col. Wang Xiangsui. *Unrestricted Warfare*, People's Liberation Army, Beijing, 1999, republished by Panama City: Pan American Publishing, 2002.

Litan, Robert E. and Benn Steill. *Financial Statecraft: The Role of Financial Markets in American Foreign Policy*. New Haven: Yale University Press, 2006.

Lowenstein, Roger. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House, 2000.

Luman, Ronald R., editor. *Unrestricted Warfare Symposium*. Laurel: The Johns Hopkins University Applied Physics Laboratory, 2007.

Luman, Ronald R., editor. *Unrestricted Warfare Symposium*. Laurel: The Johns Hopkins University Applied Physics Laboratory, 2008.

Luman, Ronald R., editor. *Unrestricted Warfare Symposium*. Laurel: The Johns Hopkins University Applied Physics Laboratory, 2009.

Mackay, Charles. *Extraordinary Popular Delusions And The Madness Of Crowds*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 1932.

Mandelbrot, Benoit B., *The Fractal Geometry of Nature*. New York: W. H. Freeman and Company, 1983.

Mandelbrot, Benoit, and Richard L. Hudson. *The (Mis)Behavior Of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward*. New York: Basic Books, 2004.

Martines, Lauro, *Furies, War in Europe 1450-1700*. New York, Bloomsbury Press 2013.

Marx, Karl. *Selected Writings*. Edited by David McLellan. Oxford: Oxford University Press, 1977.

McGregor, James, *No Ancient Wisdom, No Followers*. Westport, Prospecta Press, 2012.

McKinnon, Ronald I., *The Unloved Dollar Standard, from Bretton Woods to the Rise of China*. Oxford: Oxford University Press, 2013.

Mead, Walter Russell. *God And Gold: Britain, America, and the Making of the Modern World*. New York: Random House, 2007.

Meltzer, Allan H., *A History of the Federal Reserve Volume 1: 1913-1951*. Chicago: The University of Chicago Press, 2003.

Meltzer, Allan H., *Why Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

Milgram, Stanley. *The Individual in a Social World: Essays and Experiments*, Second Edition. New York: McGraw-Hill Inc., 1992.

Mill, John Stuart. *On Liberty*. Indianapolis: Hackett, 1978.

Miller, Edward S., *Bankrupting the Enemy, The U.S. Financial Siege of Japan Before Pearl Harbor*. Annapolis: Naval Institute Press, 2007.

Miller, Tom, *China's Urban Billion., The Story Behind the Biggest Migration in Human History*. London: Zed Books Ltd, 2012.

Mills, C. Wright. *The Power Elite: New Edition*. Oxford: Oxford University Press, 1956.

Mitchell, Melanie. *Complexity: A Guided Tour*. New York: Oxford University Press, 2009.

National Commission On Terrorist Attacks Upon The United States. *The 11 сентября Commission Report*. New York: W.W. Norton and Company, 2004.

Noah, Timothy, The Great Divergence, America's Growing Inequality Crisis and What We Can Do About It. New York: Bloomsbury Press, 2011.

Newman, Mark, Albert-Laszol Barabasi, and Duncan J. Watts. *The Structure and Dynamics of Networks*. Princeton: Princeton University Press, 2006.

Palley, Thomas, I., From Financial Crisis to Stagnation, The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

Pettis, Michael, The Great Rebalancing, Trade Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy. Princeton: Princeton University Press, 2013.

Phillips, Chester Arthur and McManus, Thomas Francis, *Banking and the Business Cycle, A Study of the Great Depression in the United States*. New York: The Macmillan Company, 1937.

Popper, Karl R., *The Open Society and Its Enemies, Part 1, The Spell of Plato*. Princeton: Princeton University Press, 1971

Ramo, Joshua Cooper. *The Age Of The Unthinkable: Why The New World Disorder Constantly Surprises Us And What We Can Do About It*. New York: Little, Brown and Company, 2009.

Ray, Christina. *Extreme Risk Management: Revolutionary Approaches To Evaluating And Measuring Risk*. New York: McGraw-Hill, 2010.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.

Roett, Riordan and Paz, Guadalupe (eds.), *China's Expansion into the Western Hemisphere, Implications for Latin America and the United States*. Washington DC: Brookings Institution Press, 2008.

Schelling, Thomas. *Micromotives and Macrobehavior. 1st Edition*. New York: W.W. Norton, 1978.

Schelling, Thomas C. *The Strategy of Conflict*. Cambridge: Harvard University, 1980.

Schleifer, Andrei. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2000.

Schumpeter, Joseph A. *Capitalism, Socialism & Democracy*. London: George Allen & Unwin, 1976.

Shales, Amity. *The Forgotten Man: A New History of The Great*

Depression. New York: HarperCollins, 2007.

Shilling, A. Gary. *Deflation: How to Survive and Thrive in the Coming Wave of Deflation*. New York: McGraw-Hill, 1999.

Shilling, A. Gary. *The Age of Deleveraging: Investment Strategies for a Decade of Slow Growth and Deflation*. Hoboken: John Wiley & Sons Inc., 2011.

Silver, Nate, *The Signal and the Noise, Why so Many Predictions Fail – but Some Don't*. New York: The Penguin Press, 2012.

Sims, Jennifer E., and Gerber, Burton, Editors. *Transforming U. S. Intelligence*. Washington, DC: Georgetown University Press, 2005.

Smith, Adam, *The Theory of Moral Sentiments*. Lexington: Private Reprint Edition, 2013.

Sorman, Guy, *The Empire of Lies, The Truth about China in the Twenty-First Century*. New York: Encounter Books, 2008.

Steil, Benn, *The Battle of Bretton Woods, John Maynard Keynes, Harry Dexter White and the Making of New World Order*. Princeton: Princeton University Press, 2013.

Steil, Benn, and Manuel Hinds. *Money, Markets & Sovereignty*. New Haven: Yale University Press, 2009.

Steil, Benn, and Robert E. Litan. *Financial Statecraft: The Role Of Financial Markets In American Policy*. New Haven: Yale University Press, 2006.

Stewart, Bruce H. and Thompson, J. M., *Nonlinear Dynamics and Chaos, Second Edition*. John Wiley & Sons, 2002.

Strogatz, Steven, *Sync, The Emerging Science of Spontaneous Order*. New York: Hyperion Books, 2003.

Tainter, Joseph A., «The Collapse of Complex Societies» Cambridge, Cambridge University Press, 1988

Takeyh, Ray. *Hidden Iran: Paradox and Power in the Islamic Republic*, New York: Henry Holt & Co., 2006.

Taleb, Nassim Nicholas. *Foiled By Randomness: The Hidden Role of Chance in the Markets and in Life*. New York: Texere, 2001.

Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. New York: Random House, 2007.

*Tao Te Ching*. Translated by Stephen Addis and Stanley Lombardo, Indianapolis, Hackett Publishing Company, 1993.

Taylor, John B. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford: Hoover Institution Press, 2009.

The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report on the National

Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. New York: Public Affairs, 2011.

Thompson, J.M.T., and H.B. Stewart. *Nonlinear Dynamics and Chaos: Second Edition*. New York: John Wiley and Sons, Inc., 2002.

Tilden, Freeman. *A World In Debt*. Toronto: Friedberg Commodity Management Inc., 1983.

Von Mises, Ludwig, et al., *The Austrian Theory of the Trade Cycle and other essays*. Compiled by Richard M. Ebeling. Auburn: Mises Institute, 1996.

Von Mises, Ludwig. *The Theory of Money and Credit*. Indianapolis: Liberty Fund, 1980.

Von Neumann, John, and Oskar Morgenstern. *The Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton: Princeton University Press, 1944.

Waldrop, Mitchell. *Complexity: The Emerging Science at the Edge of Order and Chaos*. New York: Simon and Schuster, 1992.

Watts, Duncan J., *Everything is Obvious, Once You Know the Answer*. New York: Crown Business, 2011.

Watts, Duncan J. *Six Degrees: The Science of a Connected Age*. New York: W. W. Norton & Co., 2003.

Wolfram, Stephen. *A New Kind Of Science*. Champaign: Wolfram Media, 2002.

Woodward, Bob. *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. New York: Simon and Schuster, 2000.

Wriston, Walter B. *The Twilight of Sovereignty: How the Information Revolution is Transforming Our World*. New York: Charles Scribner's Sons, 1992.

Yergen, Daniel, and Joseph Stanislaw. *The Commanding Heights: The Battle Between Government and the Marketplace that is Remaking the Modern World*. New York: Simon and Schuster, 1998.

Zijlstra, Jelle, *Dr. Jelle Zijlstra: gesprekken en geschriften*. Naarden: Strengtholt, 1978.

Zijlstra, Jelle, *Per slot van rekening, Memoires*. Den Haag: CIP-Gegevens Koninklijke Bibliotheek, 1992.

## Примечания



Успение Богородицы. – *Здесь и далее подстрочные прим. пер.*

Tavakoli, Janet, «Who Says Gold is Money (Part Two)», *The Financial Report*, Tavakoli Structured Finance, August 30, 2013, <http://www.tavakolistructuredfinance.com/2013/08/tavakoli-says-gold-is-money/>.

**3**

Развязка (*фр.*).

4

Здесь: не имеющие себе равных (*фр.*).

В оригинале – animal spirits: эмоции, влияющие на поведение людей при принятии экономических решений. Устойчивого перевода выражения в русском языке на данный момент нет.

Лозунг, символизировавший увеличение затрат на оборону без ущерба для развития экономики и социальной защиты населения.

Набор внутренних программ, предлагавшихся или принятых во времена Л. Джонсона с целью искоренения бедности и расовой сегрегации.

Разговор с автором книги 26 сентября 2003 г. в штаб-квартире ЦРУ.



Приговор, вынесенный Джону Малхирну в 1990 г., был отменен Федеральным апелляционным судом второго округа в 1991 г. Это полное оправдание позволило ему вернуться в индустрию ценных бумаг.

Bumiller, Elisabeth, «Bin Laden, on tape, boasts of trade center attacks; U.S. says it proves his guilt», *New York Times*, December 14, 2001. Дата 5 сентября относится к часовому поясу Нью-Йорка, где биржи еще были открыты. Бен Ладен сделал заявление в Афганистане 6 сентября 2011 г. по местному времени, на 9,5 ч опережающему нью-йоркское.

Allouni, Tayser, «A Discussion on the New Crusader Wars», October 21, 2001, [http://www.religioscope.com/info/doc/jihad/ubl\\_int\\_2.htm](http://www.religioscope.com/info/doc/jihad/ubl_int_2.htm).

*The 9/11 Commission Report – Final Report of the National Commission on Terrorist Attacks Upon the United States.* New York, W. W. Norton & Company, 2004, pp. 222, 237.

По вопросу данных торговли опционами см. Poteshman, Allen M., «Unusual Option Market Activity and the Terrorist Attacks of September 11, 2001», *Journal of Business* Vol. 79, No. 4 (July 2006), p. 1703-1726.

«The 9/11 Commission Report», указ. соч., с. 172.

См. Potesman, указ. соч.; Wong, Wing-Keung; Thompson, Howard E. and Teh, Kweechong, «Was there Abnormal Trading in the S&P 500 Index Options Prior to the September 11 Attacks», <http://ssrn.com/abstract=1588523>; and Chesney, Marc; Crameri, Remo and Mancini, Lorian, «Detecting Informed Trading Activities in the Options Markets». Swiss Finance Institute Research Paper No. 11-42, (July 2012) <http://ssrn.com/abstract=1522157>.

Poteshman, указ. соч.



Erik Lie, «On the Timing of CEO Stock Option Awards», *Management Science* 51, no 5 (May 2005): 802—12.

Poteshman, указ. соч., с. 1725.

Chesney, et. al., указ. соч., с. 19.

Arvedlund, Erin E., «Follow The Money: Terrorist Conspirators Could Have Profited More From Fall of Entire Market Than Single Stocks». *Barron's*, October 6, 2001.

Наивность (*фр.*).

После случившегося события (*лат.*).

The 9/11 Commission Report, указ. соч., с. 259.

17 июля 1996 года над Атлантическим океаном рядом с Ист-Моричес, штат Нью-Йорк, через 12 минут после взлета взорвался «Boeing 747-131» авиакомпании Trans World Airlines, совершавший плановый международный пассажирский рейс TWA800 по маршруту Нью-Йорк – Париж – Рим. Все 230 человек, находившиеся на борту, погибли.



Вполголоса (*ut.*).

Комментарии президента Джорджа Буша, «He Told us to Go Shopping», *Washington Post*, October 5, 2008.

Наиболее популярный пенсионный план (накопительный пенсионный счет) частной пенсионной системы в США.

«The dragon's new teeth», *The Economist*, April 7, 2012.

Jaffe, Greg, «U.S. model for a future war fans tensions with China and inside Pentagon», *The Washington Post*, August 1, 2012.

Pufeng, Major General Wang, «The Challenge of Information Warfare», *China Military Science*, Spring 1995.

Там же.

Liang, Col. Qiao and Xiangsui, Col. Wang, *Unrestricted Warfare*, People's Liberation Army, Beijing, 1999.



*Unrestricted Warfare*, указ. соч.

Ср. mad – сумасшедший, безумный, безрассудный (*англ.*).

Norris, Floyd, «Data Shows Less Buying of U.S. Debt by China», *The New York Times*, January 21, 2011.

Sorkin, Andrew Ross, and Barboza, David, «China to Buy \$3 Billion Stake in Blackstone», *The New York Times*, May 20, 2007.

Stewart, James B., «The Birthday Party», *The New Yorker*, February 11, 2008.

Clark, Andrew, «The Guardian Profile: Stephen Schwarzman», *The Guardian*, June 15, 2007.

Sorkin, указ. соч.

Evans-Pritchard, Ambrose, «Beijing hints at bond attack on Japan» *The Telegraph*, September 18, 2012.



«Australia: Reserve Bank Networks Hacked», Stratfor Global Intelligence, March 11, 2013, [www.stratfor.com](http://www.stratfor.com).

Более подробное описание деятельности Китая по использованию военной разведки для кражи секретных данных и другой интеллектуальной собственности посредством киберметодов ведения войны см. Mandiant, Inc. «APT1 Exposing One of China's Cyber Espionage Units», [www.mandiant.com](http://www.mandiant.com).

Aid, Matthew M., «Inside the NSA's Ultra-Secret China Hacking Group»,  
*Foreign Policy*, June 10, 2013,  
[http://www.foreignpolicy.com/articles/2013/06/10/inside\\_the\\_nsa\\_s\\_ultra\\_secret\\_](http://www.foreignpolicy.com/articles/2013/06/10/inside_the_nsa_s_ultra_secret_)

«Fact Sheet: Quantum Dawn 2, July 18, 2013», SIFMA,  
<http://www.sifma.org/uploadedfiles/services/bcp/qd2-fact-sheet.pdf?n=19890>.

Klimasinska, Kasia, and Katz, Ian, «Useless Rial is U.S. Goal in New Iran Sanctions, Treasury Says», *Bloomberg*, June 6, 2013, <http://www.bloomberg.com/news/2013-06-06/useless-rial-is-u-s-goal-in-new-iran-sanctions-treasury-says.html>.

Farchy, Jack, «Iran bought gold to cut dollar exposure», *Financial Times*, March 20, 2011.

Tiwari, Dheeraj and Jayaswal, Rajeev, «India, Iran mull over gold-for-oil for now», *Financial Times*, January 8, 2011.

«Turkey's gold export to Iran rises again», *Hurriyet Daily News*, May 1, 2013, <http://www.hurriyetdailynews.com/turkeys-gold-export-to-iran-rises-again-.aspx?pageID=238&nid=46002>.



«Cargo plane with 1.5 tons of gold held in Istanbul», *Hurriyet Daily News*, January 5, 2013, <http://www.hurriyetdailynews.com/cargo-plane-with-15-tons-of-gold-held-in-istanbul-.aspx?pageID=238&nid=38427>.

«Gold seized at Istanbul airport was allegedly for Iran». *The Voice of Russia*, January 6, 2013.

Rosenberg, Matthew, «An Afghan Mystery: Why are Large Shipments of Gold Leaving the Country?» *The New York Times*, December 15, 2012.

«U.S. to block sale of gold to Iran in sanctions clampdown», *Al Arabiya*, May 16, 2003, <http://english.alarabiya.net/en/business/economy/2013/05/16/U-S-to-block-sales-of-gold-to-Iran-in-sanctions-clampdown.html>.

Faucon, Benoit, «U.S. Warns Russia on Iranian Bank» *The Wall Street Journal*, December 11, 2012.

Gorman, Siobhan and Yadron, Danny, «Iran Hacks Energy Firms, U.S. Says», *The Wall Street Journal*, May 23, 2013, <http://online.wsj.com/article/SB1000142412788732333610457850160110802196>

Hanke, Steve H., «Syria's Annual Inflation Hits 200 %», Cato Institute, July 1, 2013, <http://www.cato.org/blog/syrias-annual-inflation-hits-200>.

«Three Nukes for \$5 billion», *Debka-Net-Weekly*, Vol. 13, Issue 588, May 24, 2013, <http://www.debka.com/>.



Автор был непосредственным участником, ведущим и соавтором финансовых военных игр Бахрейна, Федерации американских ученых, корпорации Boeing и Университета национальной обороны, описанных в соответствующих предшествующих фрагментах текста.

Список ведущих документированных исследований и экспертных докладов по вопросу масштаба и распространенности кибератак на системы США, включая финансовые, осуществленных из различных источников, в том числе Китая и Ирана: «Global Energy Cyberattacks: «Night Dragon» by McAfee Roundstone Professional Services and McAfee Labs, February 10, 2011; «W.32.Stuxnet Dossier Version 1.4» by Nicolas Falliere, Liam O Murchu and Eric Chien, Symantec, February 2011 and «APT1 Exposing One of China's Cyber Espionage Units» by Mandiant, (2013), [www.mandiant.com](http://www.mandiant.com).

Из разговора автора с крупным должностным лицом Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым рынкам, сентябрь 2012 г.

Fisher, Max, «Syrian hackers claim AP hack that tipped stock market by \$136 billion. Is it terrorism?», *The Washington Post*, April 23, 2013, [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com).

Patterson, Scott; Strasburg, Jenny and Bunge, Jacob, «Knight Upgrade Triggered Old Trading System, Big Losses», *The Wall Street Journal*, August 14, 2012.

В чрезвычайных обстоятельствах (*фр.*).

Автор был ведущим консультантом Long-Term Capital Management и главным уполномоченным финансовой помощи 1998 г., организованной Федеральным резервным банком Нью-Йорка. В то время как LTСМ был хорошо известным игроком рынков ценных бумаг с фиксированным доходом и деривативов, объем его торговли на фондовых рынках не был широко известен. LTСМ был крупнейшим рисковым арбитражером мира с долей капитала более 15 млрд долл. по текущим сделкам. На основе обзора бухгалтерских книг и отчетности автора и Джона Мерриуэзера, руководителя LTСМ, в воскресенье 20 сентября 1998 г. Питер Р. Фишер, тогда возглавлявший операции на открытом рынке в Федеральном резервном банке Нью-Йорка, заметил: «Мы знали, что вы можете обрушить рынки облигаций, но не предполагали, что вы можете обрушить еще и рынки акций». Деятельность по оказанию финансовой помощи была начата на следующее утро и окончена 28 сентября 1998 г.

Дословно «отказобезопасность».



Ambinder, Marc, «The Day After», *National Journal*, April 11, 2011.

Цит. по: Смит А. Теория нравственных чувств. М.: Республика, 1997.

Цит. по: Хайек Фридрих Август фон. Индивидуализм и экономический порядок. М.: Изограф, 2001.

Hayek, Friedrich A., «The Use of Knowledge in Society», American Economic Review, XXXV, No. 4, pp. 519—30, American Economic Association.

Закон Гудхарта назван в честь сформулировавшего его экономиста Ч. Гудхарта и содержится в нескольких публикациях, например, см. Courakis, Anthony (ed.), «Inflation, Depression, and Economic Policy in the West», (Rowman & Littlefield), с. 111-146.

Цит. по пер. Т. Щепкиной-Куперник.

Цит. по указанному источнику.

Указ. соч.



Courakis, указ. соч.

См. Khalifa, Sherif; Seck, Ousmane and Tobing, Elwin, «Financial wealth effect: evidence from threshold estimation», Applied Economics Letters, March 7, 2011, <http://business.fullerton.edu/economics/skhalifa/publication13.pdf>; Ludvigson, Sydney and Steindel, Charles, «How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?» FRBNY Economic Policy Review, July 1990, <http://ftp.ny.frb.org/research/epr/99v05n2/9907ludv.pdf>; «Housing Wealth and Consumer Spending», Congressional Budget Office Background Paper, January 2007, <http://www.cbo.gov/publication/18279>; Flavelle, Christopher, «Debunking the ‘Wealth Effect’», Slate.com, June 10, 2008, [http://www.slate.com/articles/news\\_and\\_politics/hey\\_wait\\_a\\_minute/2008/06/del](http://www.slate.com/articles/news_and_politics/hey_wait_a_minute/2008/06/del) Hunt, Lacy H., «The Fed’s Flawed Model», Casey Research, May 28, 2013, <http://www.caseyresearch.com/articles/the-feds-flawed-model>.

Congressional Budget Office, там же.

Ludvigson, Sydney and Steindel, Charles, указ. соч.

Khalifa, Sherif; Seck, Ousmane and Tobing, Elwin, указ. соч.

Congressional Budget Office, op. cit; Ludvigson, Sydney and Steindel, Charles, указ. соч.

Hunt, указ. соч.

Hunt, указ. соч.



Hanke, Steve H., «The Federal Reserve vs. Small Business», Cato Institute, June 3, 2013, <http://www.cato.org/blog/federal-reserve-vs-small-business-0>.

Dell’Ariccia, Giovanni, Laeven, Luc and Suarez, Gustavo, «Bank Leverage and Monetary Policy’s Risk-Taking Channel: Evidence from the United States», International Monetary Fund Working Paper WP/13/143, June, 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40642.0>.

Этот анализ основывается на данных и сообщениях из следующего источника: «The real deal – Low real interest rates are usually bad new for equity markets», Buttonwood, *The Economist*, October 20, 2012, <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21564845-low-real-interest-rates-are-usually-bad-news-equity-markets/>

«Лимон» – в американском жаргоне дефектный автомобиль в аварийном состоянии.

Akerlof, George A., «The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism», *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, August 1970, pp. 488-500.

Bernanke, Ben S., «Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment», National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, July 1980.

Taylor, Jason E. and Vedder, Richard K., «Stimulus by Spending Cuts: Lessons from 1946», Cato Policy Report, Cato Institute, May/June 2010, <http://www.cato.org/policy-report/mayjune-2010/stimulus-spending-cuts-lessons-1946>.

В России вышла в издательстве «Дело» (Москва) в 2003 г.



Knight, Frank H., «Risk, Uncertainty and Profit», (1921), reprinted by Beard Books, Washington, DC, 2002.

Bernanke, указ. соч.

Здесь: ключ к пониманию.

Bernanke, указ. соч.

Американская идиома «пить Kool-Aid» означает «некритично соглашаться с сомнительной теорией». Происхождение выражения связано с массовым самоубийством членов псевдохристианской секты «Народный храм», по распоряжению своего лидера Джима Джонса выпивших растворенный в газировке яд.

Один из вариантов финансовой пирамиды. Пожалуй, наиболее известный российским читателям пример реализации схемы Понци – МММ.

Gang, Xiao, «Regulating Shadow Banking», *China Daily*, October 12, 2012, page 8.

Цит. по переводу Яна Хин-Шуна.



*Tao Te Ching*, translated by Stephen Addis and Stanley Lombardo, Indianapolis, Hacket Publishing Company, 1993.

Также известного как Кублай-хан.

Замечания Дэвида Ле, старшего внука Чжана Сюэ Мина, мэра Тяньцзиня, в разговоре с автором в Шанхае 6 июня 2012 г.

Krugman, Paul, «The Myth of Asia's Miracle», *Foreign Affairs*, November/December 1994, p. 62.

Das, Mitali and N'Diaye, Papa, «Chronicle of a Decline Foretold: Has China Reached the Lewis Turning Point?» IMF Working Paper WP/13/26, January, 2013.

McGregor, James, «No Ancient Wisdom, No Followers», Westport, Prospecta Press, 2012, p. 23.

McGregor, там же, с. 34.

«Heirs of Mao's Comrades Rise as New Capitalist Nobility», Bloomberg News, December 26, 2012, [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).



Gang, Xiao, указ. соч.

Macdonald, Alistair, Vieira, Paul and Connors, Will, «Chinese Fly Cash West, by the Suitcase», *The Wall Street Journal*, January 2, 2013, p. A1.

Davis, Bob, «China Tries to Shut Rising Income Gap», *The Wall Street Journal*, December 11, 2012, p. A14.

Pei, Minxin, «China's Troubled Bourbons», *Project Syndicate*, October 31, 2012, [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org).

Lee, Il Hounq, Syed, Murtaza and Xueyan, Liu, «Is China Over-Investing and Does it Matter», IMF Working Paper WP/12/277, International Monetary Fund November 2012.

Pettis, Michael, «The IMF on overinvestment», *Michael Pettis' China Financial Markets*, December 28, 2012, <http://www.mpettis.com/2012/12/28/the-imf-on-overinvestment/>.

Lee, Houngh Il; Qingjun, Xu and Syed, Murtaza, «China's Demography and its Implications», IMF Working Paper WP/13/82, International Monetary Fund, 2013.

Речь президента ЕЦБ Марио Драги на Всемирной конференции по инвестициям в Лондоне 26 июля 2012 г.  
<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>.



Цит. по «Trying to Save Europe, ‘Step by Step’», Kaminski, Matthew, *The Wall Street Journal*, December 4, 2012, p. A17.

В России книга «Жизнь Карла Великого» вышла в 2005 г. в издательстве Института философии, теологии и истории Св. Фомы (Москва).

Einhard, «The Life of Charlemagne», Kessinger Publishing, 2010.

Пандемия чумы, преимущественно в бубонной форме, охватившая Азию, Европу, Северную Африку и Гренландию.

Martines, Lauro, «Furies, War in Europe 1450-1700», New York, Bloomsbury Press 2013, p. 118.

На момент выхода книги переезд штаб-квартиры ЕЦБ уже состоялся. Скульптуру перед входом в старое здание – символ евро – решено было оставить на прежнем месте.

Здесь: решение для конкретного случая (*лат.*).

Williamson, John, «What Washington Means by Policy Reform», Peterson Institute for International Economics, 1990, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=486>.



Ramo, Joshua Cooper, «The Beijing Consensus», London, Foreign Policy Centre, 2004.

Там же, с. 4.

Williamson, John, «Is the' Beijing Consensus' Now Dominant», Asia Policy, Number 13, January 2012, pp. 1-16.

WIPO IP Facts and Figures, WIPO Economics and Statistics Series 2012,  
[http://www.wipo.int/export/sites/www/freepublications/en/statistics/943/wipo\\_pu](http://www.wipo.int/export/sites/www/freepublications/en/statistics/943/wipo_pu)

Corporate tax rates and tables, KPMG,  
<http://www.kpmg.com/global/en/services/tax/tax-tools-and-resources/pages/corporate-tax-rates-table.aspx>.

Cendrowicz, Leo, «Switzerland Celebrates World's Longest Rail Tunnel»,  
*Time*, October 20, 2010,  
<http://www.time.com/time/business/article/0,8599,2026369,00.html>.

Krugman, Paul, «Sticky Wages and the Macro Story», *The New York Times*, July 22, 2012, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/07/22/sticky-wages-and-the-macro-story/>.

Mundell, Robert A., «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (September 1961), pp. 657-665, p. 659.



Gill, Indermit and Raiser, Martin, «Golden Growth, Restoring the lustre of the European economic model», The International Bank for Reconstruction and Development, 2012, [web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/0,contentMI](http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/0,contentMI)

Schneider, Howard, «As Chinese capital moves abroad, Europe offers an open door», *The Washington Post*, February 26, 2013.

Wei, Lingling and Davis, Bob, «China's Zhu Changhong Helps Steer Nation's Currency Reserves», *The Wall Street Journal*, July 16, 2013, p. C1, <http://online.wsj.com/article/SB1000142412788732366420457860630173950436>

Schneider, Howard, «In a two-faced euro zone, financial conditions ease and joblessness rises», *The Washington Post*, March 1, 2013.

Сводный отчет по структуре мировых валютных резервов (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER), выпущенный МВФ, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

«U.S. Monetary Policy and International Implications» – речь председателя совета управляющих Бена Бернанке на семинаре на высшем уровне под эгидой Банка Японии и МВФ, Токио, Япония, 14 октября 2012 г., <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121014a.htm>.

«Salaries drop by over 10 pect wihin a year», *ekathimerini.com*, July 2, 2013,  
[http://www.ekathimerini.com/4dcgi/\\_w\\_articles\\_wsite2\\_1\\_02/07/2013\\_507091](http://www.ekathimerini.com/4dcgi/_w_articles_wsite2_1_02/07/2013_507091).

Walker, Marcus and Galloni, Alessandra, «Embattled Economies Cling to the Euro», *The Wall Street Journal*, February 13, 2013, p. A1.



Kaminski, Matthew, «Guy Sorman: Why Europe Will Rise Again», *The Wall Street Journal*, August 18, 2011, p. A11.

Обзор (фр.).

Bouras, Stelios and Pangalos, Philip, «Foreign Money is Revisiting Greece», *The Wall Street Journal*, February 25, 2013, p. C1.

Dixon, Hugo, «The Gloom Around Greece Is Dissipating», *The New York Times*, April 21, 2013.

Alderman, Liz and Bounias, Demitris, «Privatizing Greece, Slowly but Not Surely», *The New York Times*, November 18, 2012, [http://www.nytimes.com/glogin?](http://www.nytimes.com/glogin?URI=http://www.nytimes.com/2012/11/18/business/privatizing-greece-slowly-but-not-surely.html)  
URI=<http://www.nytimes.com/2012/11/18/business/privatizing-greece-slowly-but-not-surely.html>.

Alderman, Liz, «Under Chinese, a Greek Port Thrives», *The New York Times*, October 19, 2012, <http://www.nytimes.com/2012/10/11/business/global/chinese-company-sets-new-rhythm-in-port-of-piraeus.html?pagewanted=all>.

Minder, Ralph, «Car Factories Offer Hope for Spanish Industry and Workers», *New York Times*, December 28, 2012, p. B1, <http://www.nytimes.com/2012/12/28/business/global/car-factories-offer-hope-for-spanish-industry-and-workers.html?pagewanted=all>; Benoit, Angeline; Baigorri, Manuel and Ross-Thomas, Emma, «Rajoy Drives Spanish Revolution With Low-Cost Manufacture», *Bloomberg*, December 19, 2012, <http://www.bloomberg.com/news/2012-12-19/rajoy-drives-spanish-revolution-with-low-cost-manufacture.html>.

«The euro zone crisis Growth Problem», Buttonwood, *The Economist*, December 17, 2012.



Stavis, Matina, «Euro Zone Closes in on Bank Plans», *The Wall Street Journal*, June 13, 2013  
<http://online.wsj.com/article/SB1000142412788732373430457854294113435361>

eThekwini Declaration of the Fifth BRICS Summit, Durban, South Africa, March 27, 2013, <http://www.brics5.co.za/assets/eThekwini-Declaration-and-Action-Plan-MASTER-27-MARCH-2013.pdf>.

«Kazakhstan – Two decades of global initiatives», First Magazine,  
[www.firstmagazine.com/DownloadSpecialReportDetail.1225.ashx](http://www.firstmagazine.com/DownloadSpecialReportDetail.1225.ashx).

Aslund, Aslund, «Paul Krugman's Baltic Problem», Foreign Policy,  
September 13, 2012,  
[http://www.foreignpolicy.com/articles/2012/09/13/paul\\_krugmans\\_baltic\\_problor](http://www.foreignpolicy.com/articles/2012/09/13/paul_krugmans_baltic_problor)

В Индии бытует шутка про три сменившие друг друга империи (по-индийски «радж»): империю Моголов, Британскую и третью – «империю лицензий».

O'Neill, Jim, «Building Better Global Economic BRICs», Global Economics Paper No: 66, Goldman Sachs, November 30, 2001 <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/build-better-brics.pdf>.

Там же, с. S11.

Русские аббревиатуры образованы по подобию.



Aslund, Aslund, «Southern Europe Ignores Lessons from Latvia at Its Peril», Policy Brief Number PB12-17, June 2012, <http://www.iie.com/publications/pb/pb12-17.pdf>.

Там же.

Ames, Paul, «Estonia Uses the Euro, and the Economy is Booming», CNBC, June 5, 2012, <http://www.cnbc.com/id/47691090>.

Там же.

Higgins, Andrew, «Used to Hardship, Latvia Accepts Austerity, and Its Pain Eases», *The New York Times*, January 1, 2013, <http://www.nytimes.com/2013/01/02/world/europe/used-to-hardship-latvia-accepts-austerity-and-its-pain-eases.html?pagewanted=all>.

Речь директора-распорядителя Международного валютного фонда Кристин Лагард в Риге, Латвия, 5 июня 2013 г., <http://www.imf.org/external/np/speeches/2012/060512.htm>.

Ummelas, Ott, «Why Estonia Loves the Euro», Bloomberg Businessweek Magazine, February 2, 2012, <http://www.businessweek.com/magazine/why-estonia-loves-the-euro-02022012.html>.

Интервью с Джимом О'Нилом, CNN, Marketplace Africa, April 5, 2011,  
<http://edition.cnn.com/2011/BUSINESS/04/05/jim.oneill.africa.bric/index.html>.



eThekwini Declaration, указ. соч.

Там же.

Hiro, Dilip, «Shanghai surprise – The summit of the Shanghai Cooperation Organization reveals how power is shifting in the world», *The Guardian*, June 16, 2006  
<http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2006/jun/16/shanghaisurprise>.

«The Interbank Consortium of the Shanghai Cooperation Organization»  
The Shanghai Cooperation Organization, March 16, 2009,  
<http://www.sectsko.org/EN123/show.asp?id=51>.

Mehr News Agency, October 31, 2008, <http://www.stopnato.net/?p=34731>.

«China, Russia sign five-point joint statement», Xinhua, June 18, 2009,  
[http://news.xinhuanet.com/english/2009-06/18/content\\_11558133.htm](http://news.xinhuanet.com/english/2009-06/18/content_11558133.htm).

См. Basher, Dr. Syed Abul, «Regional Initiative in the Gulf: Search for a GCC Currency». Доклад был представлен на семинаре Международного института стратегических исследований (IISS) «Сильные валюты и сила валют: геополитика валют, резервов и мировой финансовой системы» (Currencies of Power and the Power of Currencies: The Geopolitics of Currencies, Reserves and the Global Financial System) в Бахрейне 30 сентября 2012 г., <http://www.iiss.org/en/events/geo-economics%20seminars/geo-economics%20seminars/archive/currencies-of-power-and-the-power-of-currencies-38db>.

Автор признателен доктору Саеду Абулу Башеру за предложение и объяснение подхода «СПЗ плюс золото» к ориентированию валют, там же.



«U.S. Monetary Policy and International Implications», замечания Бена Бернанке в Токио, Япония, 14 октября 2012 г., <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121014a.htm>; и «Monetary Policy and the Global Economy», замечания Бена Бернанке, 25 марта 2013 г., <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130325a.htm>.

Бернанке, «Monetary Policy and International Implications», там же.

«Quantitative Easing Explained», Bank of England  
<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx>.

Berkmen, S. Pelin, «Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective?», International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/12/2, January 2012, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1202.pdf>.

Evans-Pritchard, Ambrose, «Japan's Shinzo Abe prepares to print money for the whole world», *The Telegraph*, December 17, 2012, <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/9751609/Japans-Shinzo-Abe-prepares-to-print-money-for-the-whole-world.html>.

«Introduction to the ‘Quantitative and Qualitative Monetary Easing’», Bank  
of Japan, April 4, 2013,  
[http://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2013/k130404a.pdf](http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf).

Там же.

См. Lagerspetz, Eerik, «Money as a Social Contract», Theory and Decision, July 1984, Volume 17, Issue 1, pp. 1-9. Контрактная теория денег с точки зрения философии и законодательства уходит корнями еще во времена Аристотеля и, если говорить о более недавних примерах, Джона Локка и Самуэля фон Пуфендорфа. Здесь она представлена в обновленной версии с целью высветить скорее внутреннюю, чем внешнюю ценность денег.



Fisher, Irving, «The Debt-Deflation Theory of Great Depressions» *Econometrica* (1933), available from the Federal Reserve Bank of St. Louis <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>, and Friedman, Milton, «Studies in the Quantity Theory of Money», University of Chicago Press (1967).

Knapp, Georg Friedrich, «The State Theory of Money», San Diego, Simon Publications Inc. (2003).

Keynes, John Maynard, «Treatise on Money, Volume 1: The Pure Theory of Money and Volume 2: The Applied Theory of Money», London, Macmillan and Co., Limited (1950).

McCulley, Paul and Pozsar, Zoltan, «Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation», GIC Global Society of Fellows, January 7, 2013 and Kelton, Stephanie and Nell, Edward J., Eds., «The State, The Market, and the Euro: Metallism versus Chartalism in the Theory of Money», Northampton, Edward Elgar Publishing, Inc. (2003).

Duncan, Richard, «The *New Depression*: The Breakdown of the Paper Money Economy», Singapore, John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd. (2012).

Maclachlan, Fiona, «Max Weber and the State Theory of Money», Working paper, <http://home.manhattan.edu/~fiona.maclachlan/maclachlan26july03.htm>.

Повально (*фр.*).

Вторая по величине трансконтинентальная железная дорога Северной Америки.



Расшифровка интервью, данного Уорреном Баффетом Бетти Квик и Джо Кернену на CNBC, 3 ноября 2009 г., <http://www.cnbc.com/id/33603477>.

John F. Cogan, Tobias Cwik, John B. Taylor and Volker Wieland, «New Keynesian Versus Old Keynesian Government Spending Multipliers», Working Paper No. 14782, National Bureau of Economic Research, February 2009, [www.volkerwieland.com/docs/CCTW%20Mar%202.pdf](http://www.volkerwieland.com/docs/CCTW%20Mar%202.pdf).

Makin, John H., «Trillion-Dollar Deficits Are Sustainable for Now, Unfortunately», *Economic Outlook*, December 2012, American Enterprise Institute for Public Policy Research, [www.aie.org](http://www.aie.org).

Мизансцена, обстановка (*фр.*).

Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth S., «Growth in a Time of Debt», National Bureau of Economic Research, Working Paper 15639, January 2010.

Reinhart, Carmen M. and Sbrancia, M. Belen, «The Liquidation of Government Debt», Working Paper Series WP 11-10, April 2011, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Woodford, Michael, «Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound», August 20,2012, presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, August 31, 2012.

Там же, с. 6.



Здесь: подвиг (*фр.*).

Federal Reserve press release, December 12, 2012,  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>.

Del Negro, Marco; Giannoni, Marc and Patterson, Christina, «The Forward Guidance Puzzle», The Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 574, October 2012.

Goodhart, Charles, «Central banks walk inflation's razor edge», Financial Times, March 28, 2013.

Stein, Jeremy C., «Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses», Federal Reserve Bank of St. Louis Research Symposium, February 7, 2013.

Mundell, Robert A., «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4 (September 1961), pp. 657-665, p. 662.

Замечания министра финансов США Тимоти Гайтнера, Совет по международным отношениями, Нью-Йорк, 25 марта 2009 г., видеоподкаст [http://www.youtube.com/watch?v=ds\\_qGXbxK-4](http://www.youtube.com/watch?v=ds_qGXbxK-4).

Характеристика доктора Мин Чжу, данная в главе 8, основана на общении с автором в отеле Intercontinental Barclay в Нью-Йорке 8 ноября 2012 г., лекции доктора Мин Чжу в Институте Уотсона Брауновского университета (Провиденс, Род-Айленд) 29 марта 2013 г. и других источниках.



**201**

В зародыше (*лат.*).

Roett, Riordan and Paz, Guadalupe (eds.), *China's Expansion into the Western Hemisphere, Implications for Latin America and the United States*. Washington DC: Brookings Institution Press, 2008.

В качестве компенсации (*лат.*).

См. Cohan, William D. «Rethinking Robert Rubin», Bloomberg Businessweek, September 30, 2012, <http://www.businessweek.com/articles/2012-09-19/rethinking-robert-rubin>, and Stempel, Jonathan and Wilchins, Dan, «Robert Rubin quits Citigroup amid criticism», Reuters, January 9, 2009, <http://www.reuters.com/article/2009/01/09/us-citigroup-rubin-idUSN0930738020090109>.

По преимуществу (*лат.*).

Разговор с автором, указ. источник.

Там же.

«Macrofinancial Stress Testing – Principles and Practices», Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, August 22, 2012 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082212.pdf>.



Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article V, Section 1, International Monetary Fund, Washington DC, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/index.htm>.

«IMF Lending Arrangements as of May 13, 2013», International Monetary Fund, Washington DC, <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr11.aspx?memberKey1=ZZZZ&date1key=2020-02-28>.

Для целей данного анализа используется обменный курс 1 долл. США=0,667 СПЗ. Ежедневное обновление обменного курса можно найти на сайте МВФ, Вашингтон, [http://www.imf.org/external/np/fin/data/param\\_rms\\_mth.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/param_rms_mth.aspx).

«Letters from the President to the Bipartisan Leadership on NAB Fund»,  
Office of the Press Secretary, The White House, April 20, 2009,  
<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/letters-president-bipartisan-leadership-nab-fund>.

«IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn Welcomes U.S. Congressional Approval of IMF-Related Legislation, Including U.S. Financial Commitment of Up to US\$100 Billion», The International Monetary Fund, Washington, DC, June 18, 2009, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr09220.htm>.

«Why is the U.S. Bankrolling IMF's Bailouts in Europe?», *Human Events*, April 25, 2011, <http://www.humanevents.com/2011/05/02/why-is-the-us-bankrolling-imfs-bailouts-in-europe/>.

Rastello, Sandrine and Homan, Timothy R., «Lagarde Boosting China IMF Clout Requires New Allies», *Bloomberg*, April 10, 2013, <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-10/lagarde-boosting-china-imf-clout-requires-new-allies.html>.

Wroughton, Lesley and Lawder, David, «Senate rebuffs Obama request to shift fund for IMF», *Reuters*, March 12, 2013, <http://www.reuters.com/article/2013/03/12/us-usa-imf-reforms-idUSBRE92B04K20130312>.



Paylas, Pan, «Christine Lagarde at Davos 2012: ‘I Am Here With My Little Bag, To Collect A Bit of Money’», *Huffington Post*, January 28, 2012, [http://www.huffingtonpost.com/2012/01/28/christine-lagarde-davos-2012\\_n\\_1239050.html](http://www.huffingtonpost.com/2012/01/28/christine-lagarde-davos-2012_n_1239050.html).

Schneider, Howard, «Q & A with IMF director Christine Lagarde», *The Washington Post*, June 29, 2013, [http://articles.washingtonpost.com/2013-06-29/business/40269400\\_1\\_christine-lagarde-imf-former-french-finance-minister](http://articles.washingtonpost.com/2013-06-29/business/40269400_1_christine-lagarde-imf-former-french-finance-minister).

Замечания участников дискуссии «Дешевые деньги: последствия общемирового перенасыщения рынка ликвидности» (Easy Money: Consequences of the Global Liquidity Glut), институт Милкена, всемирная конференция 1 мая 2012 г. [www.milkeninstitute.org/events/gcprogram.taf?function=detail&EvID=3353&eventid=GC12](http://www.milkeninstitute.org/events/gcprogram.taf?function=detail&EvID=3353&eventid=GC12).

IMF Annual Report 2012, Appendix VI: Financial Statements for FY 2012, Independent Auditors' Report on the Special Drawing Rights Department, June 21, 2012, footnote 1, (emphasis added), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a6.pdf>.

Dam, Kenneth W., *The Rules of the Game, Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982, pp. 151-152.

С этим индексом можно ознакомиться как с частью рядов данных, опубликованных советом управляющих Федеральной резервной системы, и как с частью рядов данных о курсе валют Н.10 на веб-сайте Федеральной резервной системы  
[http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexbc\\_m.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexbc_m.htm).

«Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR?»,  
Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, International  
Monetary Fund, Washington DC, January 7, 2011,  
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/010711.pdf>.

Там же, см. также «Criteria for Broadening the SDR Currency Basket, Prepared by the Finance and Strategy, Policy, and Review Departments, International Monetary Fund», Washington DC, September 23, 2011, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/092311.pdf>.



«Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR?», указ.  
соп.

Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article XVII,  
Section 3(i), указ. соч.

Lebor, Adam, *Tower of Basel, The Shadowy History of the Secret Bank that Runs the World*. New York: Public Affairs, 2013, Chapter 3.

IMF Annual Report 2012, Appendix VI: Financial Statements for FY 2012, Independent Auditors' Report on the Special Drawing Rights Department, June 21, 2012, Schedule 2, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a6.pdf>. Также МВФ зафиксировал наличие участников, чьи средства в СПЗ меньше, чем выделенные им ассигнования, потому что эти страны обменяли СПЗ на конвертируемые валюты с другими участниками. Такие участники подпадают под действие требования «восстановления» в соответствии со статьей XIX, раздел 6(a) Устава МВФ, что означает, что недостача СПЗ должна быть ликвидирована к некоторому моменту в будущем, очевидно, путем повторного приобретения СПЗ на конвертируемую валюту, полученную после кризиса ликвидности, который породил первый выпуск СПЗ. Однако Устав МВФ исключительно гибок в вопросе применения требования о «восстановлении», и статья XIX, глава 6(b) допускает изменение правил в любой момент времени. У США нет действующего права вето в отношении предлагаемых изменений такого типа.

Разговор автора с Мином Чжу, указ. источник.

Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article XVIII,  
Section 1(a), указ. соч.

Gallatin, Albert, «Considerations on the Currency and Banking System of the United States», Originally published by Carey & Lea, 1931, Greenwood reprint, 1968, Library of Congress catalogue card number 68-28630, [http://www.yamaguchy.com/library/gallatin/gallatin\\_01.html](http://www.yamaguchy.com/library/gallatin/gallatin_01.html).

Из дискуссии Пола Волкера и Уильяма Силбера в Школе бизнеса Леонарда Н. Штерна в Нью-Йорке 12 октября 2012 г. Видеозапись можно посмотреть по адресу [http://www.youtube.com/watch?feature=player\\_embedded&v=rroSrQ-wUHc](http://www.youtube.com/watch?feature=player_embedded&v=rroSrQ-wUHc).



Заявление Джона Пирпонта Моргана, Комитет по банкам и денежному обращению палаты представителей США, Вашингтон, 18-19 декабря 1912 г.,  
<http://memory.loc.gov/service/gdc/scd0001/2006/20060517001te/20060517001te>

Здесь: представляющей из себя личные выпады, а не рассуждения по существу (*лат.*).

Roubini, Nouriel, «After the Gold Rush», *Project Syndicate*, June 1, 2013, <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-end-of-the-gold-bubble-by-nouriel-roubini>.

Цит. по Dorsch, Gary, «What's behind the Global Flight into Gold», *Financial Sense Observations*, June 30, 2010, <http://www.financialsensearchive.com/Market/dorsch/2010/0630.html>.

**237**

Денежное средство (*фр.*).

Полный обзор работ комитета по реформам МВФ, «Комитета двадцати», его рекомендаций и внепланового вступления в силу Второй поправки к Уставу МВФ в 1978 г. см. Dam, Kenneth W., *The Rules of the Game, Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982, pp. 211-290.

Там же, с. 273, подстрочное примечание 92.

Эта оценка общего количества золота и последующие упоминания о конкретных количествах золота в этой главе датируются июлем 2013 г., источник – Всемирный совет по золоту, [www.gold.org](http://www.gold.org).



Эти данные были взяты с веб-сайтов Федеральной резервной системы,  
http://www.federalreserve.gov/; Европейского центрального банка,  
http://www.ecb.int/home/html/index.en.html; Банка Японии,  
http://www.boj.or.jp/en/; и Народного банка Китая,  
http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2013/20130313140427964275661/20  
as of July 11, 2013. Японская иена конвертировалась к доллару США как  
100: 1; евро к доллару как 0,77: 1, юань к доллару как 6,1: 1.

Для полного анализа темы, из которого был частично заимствован этот пассаж, см. Rothbard, Murray N., «What Has the Government Done to Our Money?» Part IV. The Monetary Breakdown of the West, 3. Phase III: The Gold Exchange Standard (Britain and the U.S.) 1926-1931, Ludwig von Mises Institute, <http://mises.org/money/4s3.asp>.

**243**

В чистом виде (*лат.*).

**244**

До тошноты (*лат.*).

См., напр., Krugman, Paul, «Golden Instability», *The New York Times*, August 26, 2012, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2012/08/26/golden-instability/>.

Источник статистики о производстве, спросе и предложении золота в этом разделе – Всемирный совет по золоту, [www.gold.org](http://www.gold.org).

Наиболее близкое соответствие потенциальной предварительной договоренности возникло в IV квартале 2002 г., когда Китай сообщал об *увеличении* золотых резервов на 99,84 т, а Швейцария – об одновременном *снижении* золотых резервов на 70,4 т, см. Всемирный совет по золоту, [www.gold.org](http://www.gold.org). Однако свидетельства предварительной договоренности Швейцарии и Китая не обнаружены. Если существовала предварительная договоренность о сделке Швейцарии и Китая, она, вероятно, осуществлялась через Банк международных расчетов, БМР, в Базеле, Швейцария. Центробанк Швейцарии, Национальный банк Швейцарии, был членом БМР с момента его основания в 1930 г., см. <http://www.snb.ch/en/iabout/internat> и архив договоров ООН <http://treaties.un.org/Pages/showDetails.aspx?objid=0800000280167c31>.

Автор получил эту информацию в разговоре с крупнейшими банкирами и управляющими активами, обладающими сведениями из первых рук о мировых операциях Китая по приобретению золота, в Гонконге, в сентябре 2012 г.



Автор получил эту информацию в разговоре с агентами Китая по покупке золота в Нью-Йорке 7 августа 2013 г.

Conway, Brendan, «China: Soon to Be World's Biggest Gold Importer, If It Isn't Already», *Barron's*, February 6, 2013, <http://blogs.barrons.com/focusonfunds/2013/02/06/china-soon-to-be-worlds-biggest-gold-importer-if-it-isnt-already/>.

См. U.S. Geological Survey, Mineral Commodity Summaries, January 2013, <http://minerals.usgs.gov/minerals/pubs/commodity/gold/mcs-2013-gold.pdf>.

Там же.

См. Mayerowitz, Scott, «Welcome to the World's Largest Gold Vault», ABC News, September 19, 2009, <http://abcnews.go.com/Business/story?id=5835433&page=1>; and «The Big Picture: This vast vault of gold under the Bank of England should weather credit crunch», *Daily Mail*, October 22, 2008, <http://forums.canadiancontent.net/news/78369-vast-vault-gold-under-bank.html>. С момента публикации, в которой фигурировала цифра 4600 т, в Венесуэлу было репатрировано примерно 100 т.

«Deutsche Bundesbank's new storage plan for Germany's gold reserves»,  
Press Notice 2013-01-16, Deutsche Bundesbank, January 16, 2013,  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Pressemitteilungen/BBK/2013/2013\\_0](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Pressemitteilungen/BBK/2013/2013_0)

Здесь: имеющее достаточно серьезные доказательства (*лат.*).

«'Gold Initiative': A Swiss Initiative to Secure the Swiss National Bank's Gold Reserves», Press Release, September 20, 2011, <http://www.goldinitiative.ch/downloads/goldinitiative-english.pdf>.



Bart, Katharina and Schmieder, «Swiss right-wing forces referendum on banning SNB gold sales», *Reuters*, March 20, 2013, <http://www.reuters.com/article/2013/03/20/us-swiss-gold-idUSBRE92J0Z320130320>.

Schipper, Jaco, «90 % of Dutch Gold Reserve Is Held Abroad», *Nieuws, Market Update*, January 7, 2012, <http://www.marketupdate.nl/nieuws/valutacrisis/90-of-dutch-gold-reserve-is-held-abroad/>.

Для научного глубокого изучения деятельности по реформированию международной денежной системы, в том числе С-20, встречи на Ямайке и Второй поправки к Уставу МВФ, см. Dam, Kenneth W., *The Rules of the Game, Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago: The University of Chicago Press, 1982.

Доклад Марио Драги на ежегодной серии лекций по международной политической экономике в Гарвардском институте имени Кеннеди в Кембридже, 9 октября 2013 г., <https://forum.iop.harvard.edu/content/public-address-mario-draghi>.

Rogoff, Kenneth, «Inflation Is Still the Lesser Evil», *Project Syndicate*, June 6, 2013, <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-benefits-of-higher-inflation-by-kenneth-rogoff>.

Речь Джорджа Сороса, *The Guardian*, April 9, 2013,  
<http://www.guardian.co.uk/business/2013/apr/09/george-soros-save-eu-from-euro-crisis-speech>.

Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, p. 249. San Diego: Harcourt Inc., 1964.

Makin, John, «Third Time unlucky: Recession in 2014?», American Enterprise Institute, July 30 2013, <http://www.aei.org/outlook/economics/monetary-policy/third-time-unlucky-recession-in-2014/>.



Информация для этого анализа взята из следующего источника: Alpert, Daniel, «The New Sick-onomy – Examining the Entrails for the U.S. Employment Situation», EconoMonitor, July 24, 2013, <http://www.economonitor.com/danalperts2cents/2013/07/24/the-new-sick-onomy-examining-the-entrails-of-the-u-s-employment-situation/>.

«The Rolling Student Loan Bailout», *The Wall Street Journal*, August 9, 2013,  
<http://online.wsj.com/article/SB1000142412788732396870457865229168088365>

«Крушение», цит. по переводу А. Зверева. Авт. сб. «Последний магнат. Рассказы. Эссе». М.: Правда, 1990.

Fitzgerald, F. Scott, *The Crack-Up*, New York, New Directions, Reprint Edition 2009.

Развязка, окончание (*фр.*).

Nakamoto, Satoshi, «Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System», November 1, 2008, <http://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

Graeber, David, *Debt, The First 5,000 Years*. Brooklyn: Melville House Publishing, 2011, pp. 21-41.

«Фиеста (И восходит солнце)». Цит. по пер. В. Топер.



Friedman, Thomas L., «A Failure to Imagine», *The New York Times*, May 19, 2002, <http://www.nytimes.com/2002/05/19/opinion/a-failure-to-imagine.html>.

Pope Francis, Vatican Information Service, July 26, 2013, <http://visnews-en.blogspot.com/2013/07/i-want-church-to-go-into-streets.html>.

Memorandum for the President, from Arthur F. Burns to President Gerald R. Ford, June 3, 1975, Gerald R. Ford Library, Ann Arbor, Michigan  
<http://www.fordlibrarymuseum.gov/library/docs.asp>.

Letter from President Gerald R. Ford to Chancellor Helmut Schmidt, The White House, June 6, 1975, Gerald R. Ford Library, Ann Arbor, Michigan  
<http://www.fordlibrarymuseum.gov/library/document/0351/1555807.pdf>.

Lebor, Adam, указ. соч., с. 189.

Gold and Foreign Exchange Committee Discussion on Gold Market April 7, 1997, Dino Kos, <http://www.gata.org/files/FedMemoG-10Gold&FXCommittee-4-29-1997.pdf>.

Letter from Kevin M. Warsh, Member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, to Mr. William J. Olson, September 17, 2009, <http://www.gata.org/files/GATAFedResponse-09-17-2009.pdf>.

Из записей, сделанных в ходе разговора Эисукэ Сакакибары с автором в отеле Lotte, Сеул, Корея, 31 мая 2013 г..



Watt, Holly and Winnett, Robert, «Goldfinger Brown's ?2 billion blunder in the bullion market», *The Sunday Times*, April 15, 2007, <http://www.thesundaytimes.co.uk/sto/Test/politics/article63170.ece>.

Банк международных расчетов, финансовый отчет, последнее обновление 24 июня 2013 г. (на момент обращения 21 июля 2013 г.), <http://www.bis.org/banking/balsheet.htm>.

Банк международных расчетов, ежегодный отчет № 83, 31 марта 2013 г., с. 110, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e7.pdf#page=44>.

Банк международных расчетов, ежегодный отчет № 80, 31 марта 2010 г., с. 158, курсив автора, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010e.htm>.

Ежегодный отчет БМР № 83, указ. соч., с. 133.

Источник информации для этого расширенного анализа продажи золота МВФ: «Questions and Answers, IMF Gold Sales», МВФ, обновление 16 мая 2013 г., <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/goldfaqs.htm>.

Разговор с автором в отеле International Barclay, Нью-Йорк, 8 ноября 2012 г.

Разговор с автором в штаб-квартире ЦРУ, Маклин, Вирджиния, 13 декабря 2012 г.



Разговор с автором в отеле Delamar, Сауспорт, Коннектикут, 15 июля 2013 г.

Свершившийся факт (*фр.*).

Greenlaw, David; Hamilton, James D.; Hooper, Peter and Mishkin, Frederic S., «Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy», U.S. Monetary Policy Forum, February 22, 2013, [http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF13\\_final.pdf](http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF13_final.pdf).

Там же, с. 57-58.

Образ действий (*лат.*).

Popper, Karl, *The Open Society and Its Enemies, Part 1, The Spell of Plato*. Princeton: Princeton University Press, 1971, pp. 157-159; и речь Джорджа Фороса, *The Guardian*, April 9, 2013, указ. источник.

Balko, Radley, *Rise of the Warrior Cop – The Militarization of America's Police Forces*, New York: Public Affairs, 2013.

Электронная система оплаты проезда по платным дорогам, мостам и туннелям на северо-востоке США.



В России книга вышла под названием «Либеральный фашизм. История левых сил от Муссолини до Обамы» (М.: Рид Групп, 2012).

Goldberg, Jonah, *Liberal Fascism, The Secret History of the American Left from Mussolini to the Politics of Meaning*. New York: Doubleday, 2008.

Balko, указ. соч., с. 333.