

Animal Spirits

HOW HUMAN PSYCHOLOGY DRIVES
THE ECONOMY, AND WHY IT MATTERS
FOR GLOBAL CAPITALISM

GEORGE A. AKERLOF
AND
ROBERT J. SHILLER

Spiritus Animalis,

ИЛИ КАК ЧЕЛОВЕЧЕСКАЯ ПСИХОЛОГИЯ
УПРАВЛЯЕТ ЭКОНОМИКОЙ
И ПОЧЕМУ ЭТО ВАЖНО
ДЛЯ МИРОВОГО КАПИТАЛИЗМА

ДЖОРДЖ АКЕРЛОФ
И
РОБЕРТ ШИЛЛЕР

Перевод с английского

Москва
2010

УДК 330.88
ББК 65.012.2
А38

В оформлении обложки использована иллюстрация
Марка Блэнтон

Акерлоф, Дж.
А38 Spiritus Animalis, или Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма / Дж. Акерлоф, Р. Шиллер; пер. с англ. Д. Прияткина; под научн. ред. А. Суворова; вступ. ст. С. Гуриева - М.: ООО «Юнайтед Пресс», 2010. - 273 с.

ISBN 978-5-904522-33-9

В книге нобелевского лауреата по экономике Джорджа Акерлофа и профессора Йельского университета Роберта Шиллера рассказывается об особенностях человеческого поведения, которые влияют на макроэкономические процессы. Эти особенности до сих пор недостаточно учитывались теми, кто определяет экономическую политику государств, в результате чего периодически происходят более или менее серьезные финансовые сбои - депрессии, перегрев рынков и т.д. Хотя авторы описывают ряд сложных макроэкономических механизмов, в целом книга будет понятна самому широкому кругу читателей, потому что с этими свойствами человеческой психики каждый неоднократно сталкивался в повседневной жизни.

УДК 330.88
ББК 65.012.2

Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена или передана в какой бы то ни было форме или какими бы то ни было средствами, электронными или механическими, включая копирование, запись или через информационно-поисковые системы без письменного разрешения Издателя.

ISBN 978-5-904522-33-9

© 2009 Princeton University Press.
© Издание на русском языке,
перевод, оформление.
ООО «Юнайтед Пресс», 2010.

Содержание:

Скромность и компетентность. С. Гуриев.....	7
Предисловие к русскому изданию.....	10
Предисловие.....	15
Благодарности.....	21
ВВЕДЕНИЕ.....	23
<i>Часть первая: иррациональное начало, или Spiritus Animalis</i>	
ГЛАВА 1. Доверие и его мультипликаторы.....	33
ГЛАВА 2. Справедливость.....	41
ГЛАВА 3. Злоупотребления и недобросовестность.....	48
ГЛАВА 4. Денежная иллюзия.....	64
ГЛАВА 5. Истории.....	75
<i>Часть вторая: восемь вопросов - восемь ответов</i>	
ГЛАВА 6. Почему экономика впадает в депрессию?.....	85
ГЛАВА 7. Почему (в той мере, в какой им это удается) центробанки имеют власть над экономикой?.....	101
ПОСЛЕСЛОВИЕ К ГЛАВЕ 7. Нынешний финансовый кризис: что делать?.....	114
ГЛАВА 8. Почему некоторые не могут найти работу?.....	127
ГЛАВА 9. Почему в долгосрочном плане существует выбор между инфляцией и безработицей?.....	138
ГЛАВА 10. Почему мы так легкомысленно относимся к сбережениям?.....	147
ГЛАВА 11. Почему цены на финансовых рынках и объем корпоративных инвестиций так неустойчивы?.....	163
ГЛАВА 12. Почему рынки недвижимости подвержены цикличности?.....	182
ГЛАВА 13. В чем специфика бедности у определенных национальных меньшинств?.....	190
ГЛАВА 14. Заключение.....	201
Примечания.....	212
Библиография.....	240
Алфавитный указатель.....	262

Скромность и компетентность

Эта книга открывает новую серию совместных изданий Российской экономической школы и издательства «Альпина Бизнес Букс». Цель серии – познакомить массового российского читателя с последними достижениями экономической науки, изложенными доступным языком. Именно поэтому в качестве первой книги мы выбрали именно *Spiritus Animalis*. Эта книга как нельзя лучше соответствует идее серии. С одной стороны, в ней излагаются недавние достижения экономической науки. С другой – в ней нет формул и таблиц (без которых не обходится ни одна современная научная работа по экономике); при этом изложение основных идей - не только доступное, но и интересное.

Эту книгу надо было бы издать и без кризиса. Она и задумывалась авторами раньше - еще в 2003 г., когда только что лопнул доткомовский пузырь и отшумели корпоративные скандалы, связанные с Enron, WorldCom и другими компаниями. Скорее всего, она и тогда стала бы бестселлером. Но во время глобального кризиса 2007–2009 гг. она стала не просто известной, а самой известной книгой экономистов-исследователей.

Это не случайно. Во время кризиса принято цитировать Кейнса. Вот и название этой книги – отсылает нас к его работам. Впрочем, мне больше всего нравится другое высказывание Кейнса: «Если бы экономистам удалось создать о себе впечатление скромных и компетентных людей – например, таких как дантисты, – это было бы замечательно». Именно к такой категории «дантистов» и относятся Акерлоф и Шиллер. Оба они – звезды экономической науки первой величины, их работы изучают студенты по всему миру, и тем не менее они остаются скромными и спокойными специалистами, верными своей профессии. Книга не о прежних достижениях Акерлофа и Шиллера – хотя, например, именно Акерлоф написал классическую работу о рынке подержанных автомобилей, которая положила начало всей современной теории рынков с информационной асимметрией, а Шиллер был одним из первых экономистов, заметивших пузырь и на рынке акций (в книге *Irrational Exuberance* – в 2000 г., еще до краха

на рынке NASDAQ), и на рынке недвижимости (еще в 2003 г.). Книга не об этом; в этой книге с академическим педантизмом обсуждается именно заявленная тема - как последние достижения поведенческой экономики могут и должны использоваться при анализе макроэкономических процессов. Сначала документируются пять конкретных отклонений от рациональности, про которые нам хорошо известно из недавних исследований. Затем авторы используют эти отклонения для ответа на ключевые вопросы экономической политики.

Казалось бы, обсуждение поведения нерациональных агентов бессмысленно — ведь нерациональность должна быть временным, неравновесным явлением. Если бы люди были не до конца рациональными, то они могли бы - например, прослушав курс по экономике или хотя бы прочитав эту книгу - быстро «поумнеть» и заработать много денег. Если на рынке много нерациональных игроков, то каждый рациональный участник рынка может воспользоваться этим фактом и получить огромные доходы. Например, если по каким-то причинам весь рынок нерационально переоценивает риски российской экономики, то можно занять денег и купить российские ценные бумаги — ведь рано или поздно они подорожают. И, напротив, если иррациональное начало приводит к буму, то надо продать акции в короткую. Впрочем, для того чтобы этот аргумент работал, необходимо, чтобы другие финансовые рынки — заемных средств или коротких продаж - всегда работали эффективно. Но это - такое же идеалистическое предположение, как и то, что все люди рациональны - ведь на каждом финансовом рынке есть нерациональные игроки и время от времени возникают мании и паники. Заработать гарантированный выигрыш на нерациональности других игроков не так просто — ведь «рынки могут оставаться иррациональными дольше, чем вы сохраните платежеспособность» (как сказал тот же Кейнс).

Поэтому надо смириться с тем, что рынки могут существовать в «нерациональном» состоянии достаточно долго для того, чтобы такое состояние имело значение с практической точки зрения — в том числе и с точки зрения макроэкономической политики. Главное достижение поведенческой экономики последних лет — как раз в том, что иррациональность тоже имеет свои систематические закономерности. Поэтому поведение реальных, иррациональных людей тоже можно изучать и измерять. Экономисты могут и должны учитывать эти систематические закономерности в своих моделях — в том числе и в

макроэкономических. Тогда эти модели будут лучше приспособлены для анализа не только равновесных, но и кризисных процессов в экономике.

Скромность и компетентность Акерлофа и Шиллера выражаются и в том, что они не претендуют на обладание окончательными, простыми и подробными ответами. Они не конструируют очередную красивую интеллектуальную историю, а честно говорят о том, что их аргументы — это всего лишь один шаг в реформе макроэкономической науки. С другой стороны, они настаивают на том, что количество доказательств в пользу необходимости такой реформы огромно. Макроэкономика должна учитывать несовершенства рационального поведения. Впрочем, и в исследованиях, цитируемых авторами, и в прочих недавних экономических работах такая революция уже происходит.

Можно ли надеяться на то, что эта революция вооружит нас надежной защитой от последствий лопнувших пузырей уже к следующему кризису? Верить в это — значит поддаться иррациональному началу сверхоптимизма и самоуверенности. Но одно можно сказать точно: «скромный и компетентный» не означает «скудный». Читателям, которые впервые открывают эту книгу, остается только позавидовать.

Сергей Гуриев,
доктор экономических наук,
ректор Российской экономической школы

Предисловие к русскому изданию

Сегодня в России широко распространено мнение, что финансовый кризис проник в эту страну из США. И действительно, хронологически нынешний экономический спад начался в США летом 2007 г. с краха рынка высокорисковой ипотеки для заемщиков с плохой кредитной историей.

Однако ошибочно считать, что своими корнями кризис уходит в Америку или любую другую страну. В этой книге мы доказываем, что истинной причиной бума и последующего обвала послужило неустойчивое иррациональное начало, которое стимулирует или, наоборот, подавляет экономическую деятельность и для которого не существует преград в виде государственных границ.

Реальные истоки мирового финансового кризиса следует искать в безудержном экономическом росте предшествующих лет. Эпидемия чрезмерного энтузиазма (наподобие той, что породила бум, предшествовавший мировому финансовому кризису) — явление отнюдь не сугубо американское. Феномены, описываемые в нашей книге, для России столь же характерны, как и для Соединенных Штатов.

В марте 2008 г., незадолго до того, как финансовый кризис взял в тиски и Россию, я посетил Российскую экономическую школу и увидел, что в Москве имеют место те же проявления иррационального начала, которые, словно вирус, поразили американскую экономику. Многие говорили об ажиотаже вокруг цен на недвижимость. Например, мой шофер, проезжая мимо жилого комплекса, возводимого в двух шагах от Красной площади, с недоумением рассказывал, что незадолго до этого там продали квартиру по цене \$150 000 за квадратный метр.

Мне довелось отобедать в роскошном китайском ресторане с председателем совета директоров российского филиала одной крупной международной компании. Тот рассказывал множество историй про бешеный спрос на московскую недвижимость — и истории эти были как две капли воды похожи на те, что мы слышали в Америке. По словам бизнесмена, в 1992 г. или около того участок земли, расположенный сразу за МКАДом, стоил \$500 долларов за сотку.

К 2000 г. цена выросла до \$ 10 000 за сотку, и его дочь, несмотря на все уговоры не делать этого, купила целый гектар за миллион долларов. Он сказал, что в 2008 г. стоимость земли достигла \$20 миллионов.

Такие речи и такую возбужденно-восторженную интонацию нам доводилось слышать неоднократно и в США. При этом в обеих странах цены продолжали увеличиваться, несмотря на бурный рост объемов строительства, — и уже это должно было послужить своего рода предупреждением о том, что цены могут обвалиться. Один факт, что экономика находится на подъеме и люди настроены оптимистично, нельзя считать достаточным основанием для того, чтобы ожидать устойчивого роста цен на недвижимость. Это азы экономики, но, похоже, во время бума люди склонны забывать и о них.

В 2008 г. под Москвой полным ходом шло строительство сразу нескольких небольших городов, которые должны были увеличить предложение жилья и обуздать цены на рынке недвижимости. Один из руководителей девелоперской компании «Евразия-Сиги» много и в восторженных тонах говорил об одном из них, Константиново, расположенном вблизи аэропорта Домодедово. Концепция его застройки изначально предусматривала все необходимое для самодостаточной жизни — школы, магазины, центры досуга. Планировалось организовать в городе производство и рабочие места, в частности, создать центр киноиндустрии, чтобы добавить городу гламурного блеска. Это должен был быть полноценный город площадью тридцать квадратных километров, большинству жителей которого не нужно было выезжать в Москву и подвергать себя мукам передвижения по столичным дорогам. Это был бы прямо-таки райский остров.

До этого мы уже встречались с подобными проектами. В одной из пустынь штата Нью-Мексико до сих пор ведется строительство похожего города под названием Меса-дель-Соль. Это тоже будет большой, тщательно продуманный населенный пункт с крупным собственным производством. По удивительному совпадению, проектировщики Меса-дель-Соль тоже планируют сделать свой город центром киноиндустрии. Хотя российский девелопер, по его словам, никогда не слышал про проект в штате Нью-Мексико, у этих городов много общего. Стремясь получить прибыль в изменчивых экономических условиях, разные люди в разных странах приходят к одним и тем же решениям.

Мы привели в пример лишь два наиболее амбициозных проекта, но во времена бума было великое множество более мелких, и это, в

конечном счете, привело к тому, что пузырь на рынке недвижимости лопнул, повлияв на всю экономику.

Это правило работает для любой страны: когда под влиянием иррационального начала цены взлетают и на рынке возникает пузырь, экономика приспосабливается к этим изменениям, чего никто не ожидает, а затем пузырь лопается, и экономический бум сменяется спадом.

Такая логика свойственна всем рынкам, в частности, фондовому и энергетическому. Под влиянием того же иррационального начала цена на нефть во время бума взлетела, а затем резко упала. И утверждать, что причины этого резкого взлета и последующего падения цен на нефть находятся исключительно за пределами России - это все равно, что доказывать, что жителям России не свойственно иррациональное начало,двигающее экономику во всем остальном мире.

Еще одна важная тема этой книги - как постоянно изменяющиеся истории про людей определяют дух времени, влияют на мотивацию, иррациональное начало и порождают экономические бумы. Психологи установили, что, когда нужно принять решение, человеческое сознание особенно восприимчиво к таким историям, или нарративам. Истории распространяются от человека к человеку подобно вирусу свиного гриппа. Теперь свиной грипп обнаружен в каждой стране - то же произошло с историями, породившими чрезмерный энтузиазм и бум, за которым последовал финансовый кризис, а также с историями про финансовый крах и несправедливость.

Бум, предшествовавший финансовому кризису, зародился не в какой-то одной стране, он был частью всемирной эпидемии, поразившей общество. Можно даже утверждать, что он начался в России (или Индии и Китае), а оттуда перекинулся на Соединенные Штаты и другие страны. И действительно, ни один американец не обошел своим вниманием историю про новую капиталистическую революцию, происходившую в последние лет двадцать в этих странах. Именно эти истории стали основной причиной экономического энтузиазма в США. Будет справедливо сказать, что «настрой на бум», воцарившийся в США в 1990-х, был во многом обусловлен ощущением стремительного роста мировой экономики и возникшего у американцев страха, что их страна отстает и рискует оказаться за бортом. Истории про невероятные экономические успехи, достигнутые Россией, Китаем и Индией, вдохновили американцев, подтвердив их давнюю веру

в капитализм как лучшую из систем. Истории про богатых русских, скупающих дома в Нью-Йорке и Лондоне, отчасти стимулировали ажиотажный спрос на недвижимость в этих городах. А истории про состояния, нажитые в странах «нового капитализма», оказались в центре внимания и стали примером для жителей любой страны мира, где есть возможность заниматься бизнесом. И наконец, истории про крах некоторых капиталистических предприятий во время мирового финансового кризиса привели к повсеместному спаду энтузиазма.

Истории про то, как одни люди быстро накапливали богатства, а миллионы других оставались ни с чем за бортом капитализма не вызвали чувства протеста, пока существовало ощущение экономической перспективы и того, что мы все обязательно рано или поздно станем частью этого процесса. Но сейчас, когда произошел обвал экономики, чувство несправедливости и мнение о неверном устройстве экономической системы обостряется практически у всех, поскольку причина кризиса, по существу, везде одинакова. В этой книге мы говорим о том, что чувство справедливости – один из важных факторов функционирования рыночной экономики. Когда это ощущение пропадает, меняется и характер иррационального начала.

Приводимые в этой книге рекомендации по борьбе с кризисом применимы и к России. Сейчас и здесь, и в США обсуждают, насколько сильным должно быть вмешательство государства в экономику и как долго центробанки должны массово выдавать кредиты под сомнительные гарантии.

Ответы на эти вопросы мы получим не сразу – для этого необходимо следить за тем, как будет меняться экономика. Но наше исследование, как нам видится, говорит в пользу того, что каждая страна должна быть готова продолжать стимулирование и кредитование столь долго, сколь это необходимо – пока в наших историях и в самом деле не начнет преобладать чувство уверенности и ощущение того, что экономическая ситуация складывается в пользу реального предпринимательства и инноваций.

В более долгосрочном плане наша книга указывает на фундаментальную нестабильность капиталистической экономики, вызванную постоянно меняющимся влиянием человеческого фактора, т.е. иррационального начала. Эта нестабильность никуда от нас не денется, и в будущем повторятся времена, когда обостренное чувство несправедливости отвлечет многих от рыночной экономики в чистом виде.

Это случалось и раньше. Именно такое чувство сейчас доминирует во всем мире.

Мы убеждены: хотя свободная рыночная экономика далека от совершенства, в спокойные времена в нее не обязательно активно вмешиваться. Но, когда происходит экономический кризис, подобный тому, что мы переживаем сейчас, необходимо полностью задействовать программы экономической стабилизации. Возможно, их придется проводить до тех пор, пока терпение людей, обозленных кризисом, не начнет истощаться. В этот сложный период нам придется уделять особое внимание вопросам экономической справедливости. И если удастся избежать серьезных спадов и вопиющей несправедливости, рыночная экономика, благодаря которой добились процветания многие миллионы и даже миллиарды, будет развиваться и дальше, во благо еще большего числа людей.

Роберт Шиллер

Предисловие

В жизни иногда случаются моменты откровений. Один беглый взгляд — и богатая наследница, героиня романа Генри Джеймса «Золотая чаша» понимает, что все ее подозрения верны: ее муж и мачеха состоят в интимной связи¹. Подобным моментом истины для мировой экономики стало 29 сентября 2008 г. Конгресс США отклонил (хотя впоследствии и пересмотрел свое решение) \$700-миллиардный план спасения экономики, предложенный министром финансов США Генри Полсоном. Индекс Доу-Джонса упал на 778 пунктов. По всему миру обрушились фондовые рынки. И внезапно перспектива повторения Великой депрессии, казавшаяся весьма маловероятной и отдаленной, стала вполне реальной².

Великая депрессия была одной из величайших трагедий прошлого века. В 1930-е она породила безработицу во всем мире. А затем — как будто этих страданий было недостаточно — порожденный ею вакуум власти привел ко Второй мировой войне, унесшей более 50 миллионов жизней³.

В наши дни повторение Великой депрессии стало возможным потому, что за последние годы экономисты, правительство и общество в целом сделали излишне самодовольными и спокойными, забыв уроки 1930-х. В те трудные времена стало очевидно, как работает экономика на самом деле и как государство должно ее регулировать. В этой книге мы заново открываем для себя старые истины, переосмысливая их в современном ключе. Чтобы выяснить, каким образом современная экономика загнала себя в нынешнюю западню, необходимо усвоить уроки Великой депрессии. Это позволит понять, что нам всем делать здесь и сейчас.

В 1936 г., в разгар Великой депрессии, Джон Мейнард Кейнс опубликовал «Общую теорию занятости, процента и денег». В этом выдающемся труде он объяснил, как кредитоспособные правительства (в частности, американское и британское) могут заимствовать и тратить средства и таким образом ликвидировать безработицу. Во время самой Депрессии метод Кейнса систематически не применялся, и

лишь по ее завершении экономисты стали давать политикам четкие указания в этом направлении. Сами же национальные лидеры действовали по собственному разумению, с грехом пополам. Скажем, в Соединенных Штатах и Герберт Гувер, и Франклин Рузвельт допускали небольшой бюджетный дефицит. В основном, руководствуясь интуицией, они действовали в правильном направлении, хотя и крайне непоследовательно. Не имея целостной стратегии, они попросту не могли проводить свою политику систематически и уверенно.

Когда кейнсианская концепция заимствований и расходов обрела, наконец, свое воплощение – чему способствовала необходимость вести войну, - безработица исчезла. В 1940-х рекомендации Кейнса получили такое признание, что их взяли на вооружение во многих странах мира и даже включили в законы. Например, американский «Закон о занятости» 1946 г. провозгласил полную занятость задачей федерального правительства.

Кейнсианские представления о роли налоговой и монетарной политики в борьбе с экономическими спадами стали привычными для экономистов и политиков, ученых и большей части общества. Сообщалось даже, что сам покойный лауреат Нобелевской премии в области экономики Милтон Фридмен заявил: «Теперь мы все – кейнсианцы» (правда, сам он это опровергал)⁴.

Макроэкономические методы Кейнса в целом подтвердили свою состоятельность. Да, были взлеты и падения. Да, имели место и весьма значительные пертурбации, скажем, в Японии 1990-х, Индонезии после 1998-го, в Аргентине после 2001 г. Но общий взгляд на мировую экономику не позволяет не признать, что весь послевоенный период был – да и остается – весьма благополучным. Множеству стран удавалось поддерживать занятость практически на уровне полной. А сейчас, когда Китай и Индия несколько умерили свои социалистические наклонности, и эти страны с их колоссальным населением начали проявлять признаки экономического процветания и роста.

Но признанием дефицитного финансирования как действенного инструмента выхода из рецессий все и ограничилось. Другая, более существенная идея «Общей теории» осталась без внимания. Речь идет о глубинном анализе того, как работает экономика и какова в ней роль государства. В 1936 г., когда «Общая теория» вышла в свет, часть политиков и экономистов считали, что положения старой докейнсианской теории не нуждаются в пересмотре. Согласно бытовавшим до Кейнса

экономическим представлениям, частные рынки без вмешательства государства способны обеспечить полную занятость «как бы по мановению невидимой руки». В упрощенном виде эта логика выглядит так: если рабочий готов получать за свой труд меньше, чем способен произвести прибыли, работодателю выгодно нанять его. Сторонники этих взглядов настаивали на сбалансированном бюджете и минимальном государственном регулировании. Другую крайность в то время представляли социалисты. Они полагали, что от безработицы можно избавиться лишь путем национализации бизнеса: государство, став основным работодателем, обеспечит полную занятость.

Кейнс избрал не столь радикальный путь. С его точки зрения, экономика определяется не только рациональными действиями участников, которые «как бы по мановению невидимой руки» вступают во взаимовыгодные экономические отношения. Кейнс признавал, что экономическая деятельность имеет по большей части рациональную мотивацию, — но также и то, что значительная часть этой деятельности обусловлена так называемым «иррациональным началом»⁵, или иррациональными побудительными импульсами. Даже преследуя свои экономические интересы, люди не всегда рациональны. По мнению Кейнса, это самое иррациональное начало и является главной причиной как экономических колебаний, так и вынужденной безработицы.

Следовательно, чтобы понять экономику, надо выяснить, как ею движет иррациональное начало. Подобно тому, как «невидимая рука» Адама Смита является ключевым понятием классической экономической теории, иррациональное начало Кейнса — это основа иного взгляда на экономику, объясняющего неустойчивость, свойственную капитализму⁶.

Утверждение Кейнса приводит нас к мысли об особой роли государства, очень похожей на то, что советуют делать родителям в руководствах по воспитанию детей⁷. С одной стороны, нам рекомендуют избегать чрезмерной авторитарности: иначе дети будут сначала демонстрировать послушание, но, став подростками, непременно взбунтуются. С другой стороны, нас убеждают не скатываться во вседозволенность. В противном случае они никогда не научатся устанавливать для себя надлежащие рамки поведения. Словом, авторы пособий советуют в вопросах воспитания ребенка придерживаться некоего среднего пути между этими двумя крайностями. Задача хо-

рошего родителя - установить четкие рамки дозволенного, чтобы ребенок не потакал своему иррациональному началу сверх меры. Однако эти рамки должны предоставлять отпрыску достаточно независимости, чтобы он мог учиться и творить. Назначение родителя - создать счастливую семью, т.е. условия, при которых ребенку была бы предоставлена свобода, и в то же время – защита от его собственного иррационального начала.

Это полностью соответствует взглядам Кейнса (да и нашим тоже) на роль государства в экономике. Экономисты классической школы совершенно справедливо указывают на колоссальный потенциал капиталистического строя, советуя государству как можно меньше вмешиваться в его творческую кухню. С другой стороны, будучи предоставлена сама себе, капиталистическая экономика всегда будет стремиться к перекосам и излишествам, свидетелями чему мы с вами являемся прямо сейчас. Всплески маниакального ажиотажа будут сменяться периодами паники⁸. Безработица будет расти. Население будет потреблять слишком много и сберегать слишком мало. Положение меньшинств и отношение к ним будет только ухудшаться. Биржевые курсы, цены на жилье и даже на нефть будут то расти, то резко падать.

Поэтому миссия государства, как и родителей, заключается в создании таких условий, при которых творческому потенциалу капитализма не создается препятствий, но при этом сглаживаются все крайности, порожденные нашим иррациональным началом.

Кстати о крайностях: Джордж Буш-младший весьма метко охарактеризовал нынешний экономический кризис фразой: «Уолл-стрит упиалась до чертиков». Однако объяснить, почему это произошло и почему государство, создав все условия для подобной пьянки, уселось в сторонке и тихо наблюдало за затянувшимся банкетом, способна лишь верная экономическая теория.

Между тем «Общую теорию» Кейнса целенаправленно выхолащивали, и этот процесс начался вскоре после ее публикации и заметно усилился в 1960-1970 гг. Последователи Кейнса убрали из его концепции все, что касается иррационального начала – т.е. неэкономических мотивов и нелогичного поведения, – на котором, в первую очередь, и основывалась кейнсианская трактовка Великой депрессии. От *spiritus animalis* осталась самая малость – лишь наименьшие общие знаменатели, сближающие теорию Кейнса с политэкономической

«классикой», распространенной в то время. Согласно этой «классике» никакого иррационального начала вообще не существует: люди руководствуются только экономическими мотивами и действуют исключительно рационально.

Последователи Кейнса скатились до этой «банальности», как охарактеризовал ее Хайман Мински, потому что Депрессия была еще в разгаре и им необходимо было как можно быстрее завоевать сторонников, разделяющих взгляды Кейнса на финансово-бюджетную политику. А единственным возможным способом они видели приближение своей теории к господствующей. Благодаря этому незначительному отступлению тогдашние экономисты смогли осмыслить новую теорию через старую.

Этот небольшой компромисс имел серьезные последствия. В 1950-1960 гг. «разбавленная» версия «Общей теории» получила практически повсеместное признание. Но уже в 1970-е она обрела серьезных противников в лице экономистов нового поколения. Приверженцы неоклассической экономической школы утверждали, что то немногое, что осталось от кейнсианского иррационального начала, никакого влияния на экономику не имеет. Они считали, что последователи Кейнса оставили от изначальной теории непозволительно много. В современной макроэкономике их точка зрения господствует: экономисты вообще не должны принимать иррациональное начало в расчет.

Вот таким парадоксальным путем произошла реабилитация классической докейнсианской экономики, а иррациональное начало отправилось на свалку истории мысли.

Неоклассическая экономическая теория покорила государственных и частных аналитиков, политические элиты, интеллектуальных лидеров и, наконец, — средства массовой информации. Она стала своего рода политическим заклинанием: «Я верю в свободный рынок». Убежденность в том, что государство не должно вмешиваться в действия людей, преследующих свои корыстные интересы, стала определять государственную политику. В Англии это явление получило название тэтчеризма, в Америке стало рейганизмом. А из этих двух стран распространилось по всему миру.

Так что вместо кейнсианской счастливой семьи мы получили государство в роли потакающего родителя. Спустя три десятилетия после победы Маргарет Тэтчер и Рональда Рейгана на выборах мы видим, какими неприятностями это может быть чревато. Буйству

Уолл-стрит не было поставлено никаких преград, и она впала в дикий, безудержный запой. А теперь весь мир вынужден маяться тяжелым похмельем.

А ведь давным-давно известно, что государство может противостоять периодически сотрясающим капиталистическую экономику бурям - как рациональной, так и иррациональной природы. Но по мере того как учение Кейнса и роль государства в экономике все больше подвергались сомнению, система предохранительных мер, выработанная на основе опыта Великой депрессии, пришла в негодность. Поэтому жизненно необходимо обновить наши представления о том, как же на самом деле работает капиталистическая экономика, в которой людьми движут не только рациональные мотивы, но и всевозможные проявления иррационального начала.

Эта книга, во многом опираясь на недавно возникшую поведенческую экономическую теорию, дает новый взгляд на то, как устроена экономика. Речь в ней пойдет об экономике, в которой человек — это существо, наделенное неотъемлемым иррациональным началом. Она объясняет, как непонимание экономических механизмов привело к нынешнему состоянию мировой экономики, обвалу кредитных рынков и угрозе коллапса всего реального сектора.

Опираясь на результаты исследований в области общественных наук, начатых более семидесяти лет назад, мы можем описать роль иррационального начала в макроэкономике так, как не могли ранние кейнсианцы. А поскольку мы отводим иррациональному началу главное место, а не стараемся игнорировать его, наша теория защищена от нападок.

Особенно актуальными наши идеи будут в связи с происходящей сейчас рецессией: те, кто находится у власти, должны узнать, что делать дальше. Нужны они и тем, кто интуитивно уже принимает верные решения, например председателю Федеральной резервной системы США Бену Бернанке. Лишь эта концепция даст таким деятелям должную уверенность и необходимую теоретическую базу, чтобы предпринять решительные меры, которые обуздают нынешний экономический кризис.

Благодарности

Первые слова благодарности мы адресуем Питеру Догерти, директору издательства Princeton University Press, не оставившему нас без поддержки и ценных советов на протяжении всех тех лет, что мы работали над книгой. Неоценимую пользу нам принесли также его суждения об экономической литературе и ее значении для общества.

Мы выражаем особую благодарность всем экономистам, принимавшим участие в семинарах по поведенческой макроэкономике (позже переименованных в семинары по макроэкономике и теории принятия индивидуальных решений), которые мы ведем с 1994 г. на базе Национального совета по экономическим исследованиям. До 2004 г. эти семинары проходили в рамках программы изучения поведенческой экономики Фонда Рассела Сейджа, а после - при поддержке бостонского подразделения Федерального резервного банка.

Многие положения этой книги были впервые опубликованы в статьях, которые мы писали по отдельности с разными соавторами. В их числе Джон Кемпбелл (о волатильности стоимости активов), Карл Кейс и Алан Вайс (о жилой недвижимости), Уильям Диккенс и Джордж Перри (об обратной зависимости между инфляцией и безработицей), Рэчел Крэнтон (о бедности среди меньшинств), Пол Ромер (о банкротстве и рейдерстве) и Джанет Иеллен (о справедливости в вопросах заработной платы и занятости).

Также мы весьма многим обязаны авторам трех рецензий на первый вариант книги, написанный в 2003 г., заставивших нас взяться за более масштабную работу. Многое мы почерпнули из четырех отзывов на почти окончательный вариант рукописи 2008 г.

Мы благодарим за неоценимую помощь наших научных ассистентов Сантоша Анагола, Диего Гарайкоча, Джессику Джефферс, Хасана Сейхана, Энди Ди У, Ронит Уолни, Стефани Финнел, Джошуа Хаусмена, Пола Чена, Марка Шнайдера, а также Кэрол Коупленд, нашего верного помощника по административной части.

Благодарим студентов - слушателей курса Роберта Шиллера по экономике, юриспруденции и менеджменту, являющегося частью

учебного плана по специальности «Макроэкономика» в Йельском университете, за их многочисленные комментарии. На протяжении пяти лет черновые варианты нашей книги служили им учебным пособием.

Жена Роберта, Вирджиния Шиллер, клинический психолог, повлияла на своего мужа, внушив ему, что психология имеет важное значение для экономики, и сдерживала его горячность, чтобы тот оставался в рамках экономических реалий. Сыновья обоих авторов, молодые ученые, также высказали ряд соображений по поводу книги.

Джордж Акерлоф благодарит Канадский институт передовых научных исследований и Национальный фонд науки (грант SES 04-17871) за щедрую финансовую поддержку.

Введение

Чтобы понять, как функционирует экономика и как ею эффективно управлять, следует обратить внимание на иррациональное начало, которое стоит за нашими мыслями и чувствами. Мы никогда не научимся понимать значительные экономические события, если не осознаем, что их причины во многом в наших головах.

К сожалению, большинство специалистов по экономике и бизнесу явно не склонны придавать значение этому фактору и поэтому часто прибегают к самым вымученным, неестественным интерпретациям происходящего. Они исходят из того, что перемены в чувствах, впечатлениях и настроениях людей в целом ни на что не влияют, а в экономике все определяют загадочные технические факторы или действия правительства. На самом деле, как мы покажем в этой книге, причины экономических событий всем хорошо знакомы: их можно обнаружить в том, как мы привыкли мыслить. События, произошедшие в экономике с тех пор, как весной 2003 г. мы начали писать эту книгу, иначе как действием иррационального начала не объяснить. Произошедшее можно уподобить катанию на «американских горках»: сначала был подъем, потом (примерно год назад) начался резкий спуск. Но, в отличие от посетителей парка развлечений, пассажиры экономических горок осознали, что их ждут весьма острые ощущения, лишь когда экономика уже начала падение. А владельцы аттракциона, воспользовавшись беспечностью пассажиров, не озаботились установить ограничитель высоты подъема и не предусмотрели никаких механизмов, чтобы уменьшить скорость и остановить падение.

Почему никто ничего не замечал до того, как все беды - крах банков, увольнение, взыскания на купленные в ипотеку дома — не накрыли нас с головой? Ответ прост. Экономическая теория, утверждавшая, что нам ничего не угрожает, попросту ввела население и правительство с большинством экономистов в приятное заблуждение. Но это ущербная теория: она не учитывает субъектив-

ный фактор в экономическом поведении и роль иррационального начала. А заодно и тот факт, что люди могли не знать, что угодили на «американские горки».

О чем же все думали?

Традиционная экономическая наука преподносит нам свободный рынок как безусловное благо. Это убеждение закрепилось не только в таких бастионах капитализма, как Соединенные Штаты и Великобритания, но и по всему миру, даже в странах с укоренившимися социалистическими традициями - Китае, Индии и России. Согласно традиционному учению, капитализм свободного рынка совершенен и устойчив по своей сути и в государственном вмешательстве необходимости мало - а то и вовсе никакой. Наоборот, единственная угроза масштабного экономического кризиса сейчас или в будущем исходит как раз от вмешательства государства.

Эта доктрина уходит своими корнями в труды Адама Смита. В ее основе лежит следующее рассуждение. Участники идеального свободного рынка стремятся рационально удовлетворить свои экономические интересы, максимально используя все взаимовыгодные возможности, чтобы производить товары и обмениваться ими друг с другом, и это, в свою очередь, приводит к полной занятости. Человек, который руководствуется рациональными соображениями и готов получать меньше, чем производимая им прибавочная стоимость, получит работу. Потому что он может рассчитывать на взаимовыгодный обмен: работодатель наймет его за запрашиваемую им плату и все равно получит часть его труда бесплатно, тем самым увеличив собственную прибыль. Конечно, безработные не исчезнут. Но это будут те, кто либо ищет рабочее место, либо требует несоразмерно высокую - т.е. превышающую стоимость произведенной продукции - плату за свой труд. Такую безработицу нельзя назвать вынужденной.

В определенном смысле эта теория экономической устойчивости оказалась чрезвычайно удачной. Например, она объясняет, почему большинство людей, ищущих работу, даже в условиях тяжелого экономического спада, оказываются более или менее трудоустроенными. Возможно, она и не объяснит, почему, скажем, в 1933 г., в разгар Великой депрессии, 25 % рабочей силы США были безработными, зато

становится ясно, почему даже в этих условиях 75 % имели работу: ведь они участвовали во взаимовыгодном производстве и обмене, о котором писал Адам Смит.

Так что даже в своем наихудшем варианте эта теория заслуживает высокой оценки - по крайней мере, в рамках критериев, которые использовал один подслушанный нами в кафе школьник. Он жаловался, что получил тройку за тест по правописанию, хотя набрал целых 70 % правильных ответов. Теория, о которой мы говорим, выдерживает этот уровень даже в самые сложные для прогнозов периоды последних двухсот лет. Практически всегда - например, сейчас, когда уровень безработицы в США достигает 6,7% (с тенденцией к увеличению), - она остается на удивление точной.

Все же давайте вновь обратимся к Великой депрессии. Мало кто задается вопросом, почему в 1933 г. уровень занятости составлял целых 75%. Куда чаще интересуются, почему безработица достигала 25%. Мы считаем, что для макроэкономики важно отсутствие полной занятости. Следовательно, неполный уровень занятости объясняется отклонением от классической модели Адама Смита.

Как и множество наших коллег, мы полагаем, что в вопросе о том, почему большинство людей все-таки имеет работу, Адам Смит по существу был прав. Мы также готовы с некоторыми оговорками признать верность его умозаключений по поводу экономических преимуществ капитализма. Но считаем, что его теория неспособна описать причины экономических колебаний.

Труд Адама Смита не объясняет, почему экономику мотает вверх-вниз, как на «американских горках». Да и главный его постулат (для вмешательства государства в экономику нет или почти нет необходимости) не выглядит обоснованным⁹.

Spiritus Animalis

Адам Смит справедливо исходит из того, что люди осознанно преследуют свои экономические интересы. Но теория Смита упускает из виду то, что они могут руководствоваться и неэкономическими мотивами, вести себя нерационально и упорствовать в своих заблуждениях. То есть не принимает в расчет иррациональное начало.

Джон Мейнард Кейнс, напротив, стремился объяснить причины неполной занятости и подчеркивал значение этого начала. Он говорил о его основополагающей роли в расчетах любого бизнесмена: «Говоря откровенно, приходится признать, что крут сведений, используемых нами для оценки дохода от железной дороги, медного рудника, текстильной фабрики, патентованного лекарства, атлантического лайнера или дома в лондонском Сити, который может быть получен спустя, скажем, десять лет (или даже пять лет), стоит мало, а иногда и вовсе ничего не стоит»¹⁰. Если люди пребывают в такой неопределенности, то на основании чего они принимают решения? На основании иррационального начала, «этой спонтанно возникающей решимости действовать». Вопреки тому, что утверждает рациональная экономическая теория, решения принимаются «отнюдь не в результате определения среднего арифметического тех или иных количественно измеренных выгод, оцененных по вероятности каждой из них»¹¹.

Изначально в словосочетании *spiritus animalis*, употреблявшемся в классической и средневековой латыни, слово *animalis* имело значение «животворящий» или «присущий душе», а все сочетание означало духовную энергию и жизненную силу^{12, 13}. Но в современной экономической науке это понятие приобрело несколько иной смысл. Оно используется для обозначения всего неупорядоченного и нелогичного в экономике и одновременно характеризует то, как мы ведем себя в неоднозначных или неопределенных условиях: впадаем в ступор или энергично преодолеваем свой страх и нерешительность.

Как и семейная жизнь (которая включает в себя периоды согласия и споров, счастья и подавленности), экономика отдельных стран тоже переживает и хорошие, и плохие времена. Меняется общество, меняется степень нашего доверия друг к другу. И наша готовность прикладывать какие-то усилия и идти на жертвы - тоже величина отнюдь не постоянная.

Представление о том, что, подобные нынешнему, экономические кризисы вызваны по преимуществу изменениями в нашем мышлении, противоречит общепринятым экономическим теориям. Но происходящий сейчас спад в области финансов и недвижимости определенно связан с такими сдвигами. Он случился именно из-за того, что у нас изменилось отношение к будущему, появились новые соблазны, объекты зависти или обиды, а также иллюзии — и прежде всего представления о состоянии дел в экономике. Именно из-за это-

го одни платили целые состояния за домики, затерявшиеся посреди кукурузных полей, а другие ссужали им деньги на такие покупки; индекс Доу-Джонса взлетал до 14 000 пунктов, а через год с небольшим опускался ниже 7 500; уровень безработицы в США за последние два года повысился на 2,5%, и конца этому повышению не видно; Bear Stearns, один из крупнейших мировых инвестиционных банков, сумел спастись (да и то довольно условно) лишь благодаря срочной помощи Федеральной резервной системы, а компания Lehman Brothers и вовсе рухнула; значительная часть банков во всем мире испытывает дефицит фондирования, а некоторые из них сейчас, когда мы пишем эти строки, даже получив солидные государственные вливания, по-прежнему балансируют на грани краха. А что будет дальше, нам знать и вовсе не дано.

Макроэкономика с иррациональным началом и без

Существует, разумеется, внушительный корпус трудов по макроэкономике, объясняющих причину экономических флуктуаций. Скажем больше — этому в основном и посвящены макроэкономические трактаты. Приведем лишь два примера. В период после Второй мировой войны экономисты думали, что феномен неполной занятости можно объяснить одним-единственным проявлением иррационального начала: работники очень не любят сокращения заработной платы, и поэтому работодатели неохотно прибегают к этой мере¹⁴. Позднее появились чуть более тонкие интерпретации. Флуктуации уровня занятости объяснялись колебанием спроса, которое, в свою очередь, обусловлено тем, что заработная плата и цены меняются не синхронно. Эта макроэкономическая концепция получила название «ступенчатые контракты» (staggered contracts)¹⁵. В книгах по макроэкономике содержится много других примеров отхода от идеи Адама Смита о том, что все всегда понимают друг друга и контракты всегда заключаются между «рациональными» людьми, которыми движут исключительно экономические интересы¹⁶.

Здесь мы вплотную подходим к вопросу о фундаментальном отличии нашей книги от стандартных учебников по экономике. Мы предлагаем качественно иной взгляд. Та экономика, которую нам преподносят

в учебниках, стремится преуменьшить все отклонения от чисто экономических рациональных мотиваций. Это легко усвоить — мы и сами долго оставались в рамках этой традиции. Теория Адама Смита проста и понятна. А интерпретации, основанные на незначительных отклонениях от его идеальной системы, просты и понятны уже потому, что в целом не выходят за рамки этой общеизвестной теории. Но такие отклонения, увы, не объясняют, как же на самом деле устроена экономика.

Мы порываем с традицией. На наш взгляд, экономическая теория должна строиться не на минимальных отклонениях от системы Адама Смита, а отталкиваться от тех реальных, наблюдаемых нами отклонений. Поскольку иррациональное начало - неотъемлемая часть повседневной экономической жизни, не учитывать его нельзя. Доказать это - цель нашей книги.

Мы считаем, что способны ответить на интересовавший всех вопрос и описать, как работает экономика. Он особенно актуален сейчас, зимой 2008—2009 гг., когда мы пишем эту книгу, потому что в ней рассказывается и о причинах, которые завели нас в нынешнюю ситуацию, и о том, что делать, чтобы из нее выбраться.

Так как же устроена экономика и какова в ней роль иррационального начала?

В первой части этой книги рассматриваются пять проявлений иррационального начала и то влияние, которое они оказывают на экономические решения, - доверие, представление о справедливости, злоупотребления и недобросовестность, денежная иллюзия и восприимчивость к историям.

- Краеугольный камень нашей теории — доверие и то, как оно влияет на экономику, усиливая общую неустойчивость системы.
- Образование цен и зарплат в значительной степени зависит от наших представлений о справедливости.
- Мы принимаем в расчет соблазны, порождающие злоупотребления и недобросовестность, и их роль в экономике.
- Еще одно базовое положение нашей теории - денежная иллюзия. Инфляция и дефляция сбивают людей с толку, и в своих суждениях о деньгах они не делают поправку на эти процессы.

- И, наконец, наши представления о действительности, о том, кто мы и что делаем, переплетены с историями из нашей жизни и жизни окружающих. Совокупность таких историй образует национальный или мировой сюжет, играющий важную роль в экономике.

Вторая часть этой книги посвящена тому, как эти пять проявлений иррационального начала влияют на экономические решения и насколько важную роль они играют в ответах на восемь следующих вопросов:

1. Почему экономика впадает в депрессию?
2. Почему (в той мере, в какой им это удастся) центробанки имеют власть над экономикой?
3. Почему некоторые не могут найти работу?
4. Почему в долгосрочном плане существует выбор между инфляцией и безработицей?
5. Почему мы так легкомысленно относимся к сбережениям?
6. Почему цены на финансовых рынках и объем корпоративных инвестиций так неустойчивы?
7. Почему рынки недвижимости подвержены цикличности?
8. В чем специфика бедности у определенных национальных меньшинств?

На каждый из этих вопросов легко ответить, прибегнув к категориям иррационального начала. Но они останутся неразрешенными, если исходить из того, что нами движут сугубо экономические и рациональные интересы, а экономика действует по мановению «невидимой руки» Адама Смита.

С этими важнейшими проблемами сталкивались все, кто интересуется экономикой. Теория иррационального начала позволяет просто и логично их разрешить.

В отличие от нынешней экономической науки, наша концепция предлагает всеобъемлющее объяснение причин нынешнего кризиса. Кроме того, она проливает свет на то, что делать, чтобы преодолеть происходящий сейчас спад. (Свои рекомендации мы даем в послесловии к главе 7, посвященной полномочиям Федеральной резервной системы.)

Часть первая

Иррациональное начало,
или Spiritus Animalis

Доверие и его мультипликаторы

Несколько лет назад соавтор этой книги Джордж Акерлоф присутствовал при одном застольном разговоре. Речь зашла о его дальнем — седьмая вода на киселе — родственнике, с которым он встречался лишь на свадьбах кого-то из членов семьи. В разгар жилищного бума он вроде как купил дом в Тронхейме за миллион с лишним долларов. Безумные деньги если не для Нью-Йорка, Токио, Лондона, Сан-Франциско, Берлина или Осло, то уж точно для населенного пункта, расположенного далеко на побережье Норвегии и претендующего на звание одного из самых северных городов на Земле. К тому же дом мало напоминал особняк, да и расположен он был на окраине города.

Недавно мы обсудили эту историю и пришли к выводу, что Акерлоф напрасно сразу не уделил ей большего внимания. Ведь этот, на первый взгляд, курьез стоило бы проанализировать в более широком рыночном контексте.

Мы решили, что этот незначительный случай заслуживает тщательного рассмотрения, поскольку он иллюстрирует стереотипы, стоящие за взлетами и падениями экономики и, в частности, за связанными друг с другом кризисами доверия и кредитной системы, охватившими чуть не весь мир.

Доверие

Если верить газетам и экономическим телеобозревателям, когда экономика входит в рецессию, первым делом необходимо «восстановить доверие». Таковым было намерение Джона Пирпонта Моргана после биржевого краха 1902 г., когда он сколотил пул банкиров, чтобы делать инвестиции на бирже. Ту же стратегию он применил и в 1907 г.¹⁷ Примерно так же действовал во время Великой депрессии Франклин Рузвельт. «Единственное, что должно внушать нам страх, - заявил он в своем инаугурационном обращении в 1933 г., — это неумение проти-

востоять чувству страха». И добавил: «На нас ведь не обрушилась ни чума, ни полчища саранчи».

Со времен основания США любые экономические ухудшения приписывались утрате доверия. Экономисты по-своему понимают это слово. Доверию, как и многим другим явлениям, свойственно равновесие двух (или больше) противоположных начал¹⁸. Например, если большинство жителей Нового Орлеана не захотят восстанавливать свои дома после урагана Катрина, то и остальные не станут этого делать: кому охота жить среди запустения, без соседей, без магазинов? Но если многие начнут заново отстраиваться, то и остальные захотят того же. То есть бывает «хорошее» равновесие (когда начинают отстраиваться), и тогда мы говорим о наличии доверия, или уверенности. А может быть и «плохое» — когда доверия нет. В этом смысле доверие — это просто предсказание: при высоком его уровне люди с оптимизмом смотрят в будущее, при низком — с пессимизмом.

Словарное значение слова confidence - «вера, доверие, уверенность». Оно происходит от латинского *fido*, что означает «я доверяю». Кризис доверия, в котором мы сейчас пребываем, называют еще кредитным кризисом. А слово «кредит» произошло от латинского *credo*, что означает «я верю».

Эти смысловые тонкости позволяют утверждать, что в позиции экономистов, основанной на простом равновесии, или на противопоставлении оптимизма и пессимизма, имеется существенное упущение¹⁹. Экономисты лишь отчасти уловили то, что подразумевается под верой и доверием. Они исходят из того, что доверие рационально: люди используют доступную им информацию, чтобы составить прогноз, а затем на его основе принять решение. Конечно же, нередко решения принимаются именно так. Но доверие выходит за пределы рационального. Более того, человек, по-настоящему доверчивый, зачастую игнорирует, а то и сознательно отвергает определенную информацию. Даже если он ее воспримет, не факт, что действовать станет с ее учетом. Руководствоваться он будет только тем, что, как он верит, является правдой.

Если доверие понимать именно так, тогда сразу становится понятно, почему его изменение играет столь важную роль в экономических циклах. В хорошие времена люди преисполнены веры, они принимают решения не раздумывая: инстинкты подсказывают им, что впереди успех. Всякие сомнения они в себе подавляют. Стоимость активов высока, а будет еще выше. Пока у людей сохраняется такое доверие,

опрометчивость их решений остается незаметной. Но, как только доверие уходит, пелена иллюзии спадает и неразумие предстает во всей своей неприглядной нагоде.

Доверие как поведение, выходящее за рамки рационального подхода к принятию решений, играет важную роль в макроэкономике²⁰. Когда доверие людей высоко, они, не раздумывая, покупают, когда низко – начинают продавать. История экономики изобилует примерами цикличности подобных настроений. Кому не случилось во время пеших походов набрести на заброшенную железнодорожную ветку - свидетельство чьей-то несбывшейся мечты проложить дорогу к богатству и процветанию? Кто не слышал о великом тюльпановом безумии, охватившем Голландию в XVII веке? Кстати, эта страна знаменита своими крепкими бургерами, увековеченными Рембрандтом, и осторожность (подчас избыточная до карикатурности) считается национальной чертой голландцев. Кто не знает, что даже Исаак Ньютон, отец современной физики и математического анализа, в начале XVIII века потерял целое состояние из-за краха финансовой пирамиды «Компании Южных морей»?

Тут самое время вернуться к Тронхейму. Джордж Акерлоф неверно интерпретировал историю своего дальнего родственника, который обзавелся домом ценой в миллион долларов. Он мог бы понять, что стоимость жилья в Тронхейме не только отражает несуразно высокие цены на недвижимость в Скандинавии, но показывает: пузырь возник на рынке недвижимости всего мира. Акерлоф повел себя слишком доверчиво.

И это, в свою очередь, возвращает нас к кейнсианской концепции иррационального начала. Принимая серьезные инвестиционные решения, человек неизбежно полагается на веру. Между тем общепринятая экономическая теория предполагает нечто совсем иное. Она рассматривает некий механический процесс принятия рационального решения: человек рассматривает все имеющиеся варианты, вычисляет, насколько вероятен каждый из них, просчитывает их последствия, определяет наиболее выгодные и затем делает выбор.

Но можем ли мы проделать все это в действительности? В состоянии ли мы точно определить все последствия и вероятности? Или же, напротив, принимаем экономические решения – какие активы приобретать и сохранять, - руководствуясь соображениями доверия? Разве не уверенность в собственном опыте помогает нам

решить, когда перевернуть блинчик на сковородке или как сделать удар в гольфе? Большинство решений – не исключая и важнейшие – мы принимаем, просто потому, что они «кажутся верными». Джек Уэлч, многолетний генеральный директор General Electric и один из самых успешных топ-менеджеров в мире (который еще появится на страницах этой книги), утверждает, что такие решения принимаются «нутром».

На общем макроэкономическом уровне доверие то проявляется, то исчезает. Иногда оно оправданно. Иногда - нет. И это не синоним рационального прогноза. Это первое и главное проявление нашего иррационального начала.

Мультипликатор доверия

Ключевым для экономической теории Кейнса стало понятие мультипликатора. Первым его предложил Ричард Кан как своего рода показатель обратной связи, затем Кейнс его подхватил и поставил во главу угла своей экономической теории²¹. Спустя год после выхода в свет «Общей теории» математическую интерпретацию концепции Кейнса опубликовал Джон Хикс, сделав упор на фиксированный мультипликатор и его взаимосвязь с процентными ставками. Версия Хикса вскоре заменила собой оригинал и стала общепринятым воплощением теории Кейнса²². Кейнс был многословен, несвязен, непоследователен, малоопытен, но при этом весьма занимателен и побуждал читателя мыслить и возражать; Хикс же, напротив, четок, лаконичен, последователен и безупречно логичен. Хикс не так знаменит, как Кейнс, нередко его считают просто интерпретатором гениальных идей Кейнса. Но в истории науки «кейнсианскую революцию» можно с не меньшими основаниями считать «хиксовской».

Однако Хикс слишком сузил идеи Кейнса. Вместо простого мультипликатора, на котором строил свою модель Хикс, мы предлагаем отчасти родственное понятие, которое назовем мультипликатором доверия.

Мультипликатор Кейнса в том виде, в каком его преподносили миллионам студентов на протяжении нескольких поколений, выглядит следующим образом: любое государственное стимулирование, допустим, программа по увеличению бюджетных расходов, оставляет на руках у населения некоторое количество денег, которое оно

впоследствии тратит. Изначальное государственное стимулирование — это первый круг. Каждый доллар, потраченный государством, в конечном итоге становится доходом для группы граждан, которые часть его потратят. Эта часть называется «предельной склонностью к потреблению» (*marginal propensity to consume*, или, сокращенно, MPC). Таким образом, изначальное увеличение государственных расходов оборачивается вторым кругом расходов, теперь уже со стороны не государства, а населения. А эти расходы, в свою очередь, оборачиваются доходом для другой группы населения. Эта группа тоже тратит часть полученного дохода (третий круг расходов, MPC в квадрате). Расходы продолжают круг за кругом, и, таким образом, общий итог изначального государственного расхода в один доллар можно описать формулой $\$1 + \$MPC + \$MPC^2 + \$MPC^3 + \$MPC^4 \dots$ Итоговая сумма не является бесконечной величиной, ее значение равно $1/(1 - MPC)$ — это и есть мультипликатор Кейнса. Данная сумма может значительно превышать размер изначального государственного стимулирования. Допустим, если MPC равно 0,5, мультипликатор Кейнса равен 2. Если MPC составляет 0,8, мультипликатор увеличится до 5.

Когда в 1936 г. Кейнс обнаружил эту идею в своей книге, она пришлась по вкусу очень многим, и в 1937 г. ее подхватил Хикс. Тогда считали, что она объясняет загадку Великой депрессии, которая казалась неразрешимой, так как никто не мог привести сколько-нибудь вразумительного объяснения масштабов этого катаклизма. Из теории мультипликатора следует, что даже небольшое снижение расходов чревато крупными последствиями. Если расходы незначительно снижаются из-за того, что люди перестраховываются на случай биржевого обвала, подобного краху 1929 г., это по существу сыграет роль негативного государственного стимулирования. Каждый доллар, на который люди сократят свое потребление, породит очередной круг снижения расходов, затем еще один, и еще, и еще, что приведет к значительно большему снижению экономической активности, чем ожидалось вначале. Депрессия может проявляться на протяжении нескольких лет, а умножающиеся круги «негативных расходов» будут все больше тянуть экономику вниз. Эта теория получила широкое признание (хотя и не сразу стала применяться на практике) поскольку очень убедительно объясняла, что произошло с экономикой в период Депрессии с 1929 по 1933 г.

Кейнсианская теория мультипликаторов завоевала большую популярность и среди эконометристов, поскольку хорошо поддавалась

математическому моделированию и численной оценке. Приблизительно в то же время, когда вышли в свет «Общая теория» Кейнса и ее хиксовская интерпретация, стала доступна официальная статистика по национальному потреблению и доходам, которая позволила проводить эконометрический анализ. Первые оценки данных по национальному потреблению были опубликованы Институтом Брукинга в 1934 г.²³ В начале 1940-х Милтон Гилберт разработал «Счет национального дохода и продукта США», придав ему структуру, совместимую с теорией Кейнса-Хикса²⁴.

И по сей день правительство США, так же как и других ведущих стран, выпускает данные по национальному доходу и потреблению в соответствии с требованиями этой теории. Удивительно, но, несмотря на огромный объем экономической литературы, ни одна макроэкономическая модель еще не оказывала такого мощного, как модель Хикса, влияния на методiku сбора общенациональных данных. В некотором смысле теперь эти данные подкрепляют теорию, на основе которой ведется математическое моделирование – поскольку данные, которыми мы сегодня располагаем, на основании той же самой теории и получены.

Появление этих баз данных позволило разработать громадные «имитационные модели» для экономик многих стран мира. Начало такому моделированию положил Ян Тинберген, придумавший эконометрическую модель голландской экономики в 1936 г. и сходную модель экономики США, включавшую 48 уравнений, в 1938 г. В 1950 г. Лоуренс Клейн разработал для американской экономики другую модель, за последующие десятилетия выросшую в гигантский Проект ЛИНК (Project LINK), собравший в единую цепь эконометрические модели всех крупных стран мира, состоящие из многих тысяч уравнений. Иррациональному началу подобные модели уделяют минимальное внимание, да и сам Кейнс относился к ним более чем скептически²⁵.

Однако и в подобных моделях можно найти место для категории доверия. Обычно мы применяем понятие «мультипликатор» только к величинам, имеющим числовое выражение и потому легко измеряемым. Но и с величинами, не обладающими перечисленными свойствами, данное понятие может быть использовано. Ведь существуют мультипликаторы потребления, инвестиций и государственных расходов, отражающие, соответственно, изменение на один доллар дохода,

инвестиций или государственных расходов. Значит, есть и «мультипликатор доверия», показывающий, как увеличивается или сокращается доход, когда уровень доверия растет или падает на один пункт — осталось лишь определить, что это за пункт.

Мы можем допустить, что мультипликатор доверия, подобно мультипликатору потребления, возникает вследствие того, что в цикле расходов несколько кругов. Обратные связи в этом случае будут намного интереснее, нежели в приведенном ранее простом примере кругов потребительских расходов. Изменения в доверии приведут на следующем круге к изменению как доходов, так и дальнейшего доверия, а каждое из этих изменений будет, в свою очередь, влиять и на доход, и на доверие на всех последующих кругах.

Способы измерения доверия довольно давно применяются при проведении опросов общественного мнения. Самый известный из них - Мичиганский индекс потребительских настроений, но есть и другие. Некоторые статистики на основе этих данных разработали модели, выявляющие обратную связь между доверием и валовым внутренним продуктом (ВВП). Не подлежит сомнению, что измеренное таким образом доверие - это прогнозный показатель будущих расходов. Тесты причинности Грейнджера (каузальные тесты), проведенные в нескольких странах, показывают, что текущий уровень доверия действительно влияет на будущий ВВП, и этот результат, судя по всему, подтверждает существование обратной связи, свойственной мультипликатору доверия²⁶. Другие статистики применяли аналогичный анализ с использованием кредитных спредов — разницы между процентными ставками по рискованным и надежным кредитам, — интерпретируя их как меру доверия и проверяя, соотносятся ли они с ВВП и помогают ли его спрогнозировать²⁷. Но мы полагаем, что ценность таких тестов весьма условна. Даже убедительные результаты, полученные в ходе подобного исследования, не обязательно означают, что в них проявляется иррациональное начало. Дело в том, что не все тесты обязательно измеряют уровень доверия. Возможно, они отражают всего лишь ожидания потребителей, определяемые их текущими и будущими доходами²⁸.

И, разумеется, мы вправе ожидать, чтобы на основе подобных тестов можно было прогнозировать будущие расходы и доходы. Измерить воздействие доверия на доход трудно еще и потому, что в разное время это воздействие бывает разным. Когда экономика переживает спад, эта взаи-

мосвязь сильнее, а в другие времена – слабее. Именно так охарактеризовал рецессию 1990–1991 гг. в США (иногда называемую «кувейтской рецессией» из-за резкого скачка цен на нефть после вторжения Саддама Хусейна в Кувейт) Оливье Бланшар, убежденный, что во всем виноват индекс доверия. Он обнаружил большой, ничем иным не объяснимый обвал Мичиганского индекса потребительских настроений непосредственно перед рецессией. Бланшар объясняет этот факт волной пессимизма после вторжения в Кувейт. Тогда за потерей доверия последовало существенное сокращение потребления²⁹.

Другие мультипликаторы тоже зависят от уровня доверия, что подтверждается сравнительно свежим (ноябрь, 2008) примером. Недостаток доверия привел к замораживанию рынков кредитования. Кредитные организации не верят, что получают свои деньги назад. В этих обстоятельствах те, кто хотел бы тратить, не в состоянии получить кредит, а товаропроизводители не могут получить необходимый оборотный капитал. В итоге обычные финансово-бюджетные мультипликаторы, связанные, например, с повышением государственных расходов или уменьшением налогов, сокращаются – и, скорей всего, значительно.

Мы рекомендуем государству в условиях сегодняшней рецессии сосредоточиться на двух задачах. Первая – и единственная, если бы мы имели дело с обычным экономическим спадом, – принимать такие меры в сфере денежной и бюджетной политики, которые в своей совокупности привели бы к восстановлению полной занятости. Но из-за глубочайшего кредитного кризиса, порожденного низким уровнем доверия, этих стимулов будет недостаточно. Более того, чтобы добиться полной занятости в условиях острой кредитной недостаточности, могут потребоваться или беспрецедентно большой рост государственных расходов, или резкое сокращение налогов. Поэтому мы считаем, что у государственной макроэкономической политики должна быть вторая, промежуточная цель – довести объемы кредитования до уровня, присущего ситуации полной занятости. В послесловии к главе 7 мы расскажем о разработанных ФРС разумных схемах, позволяющих даже в нынешние непростые времена справиться с этой задачей и восстановить кредитные потоки, иссякшие вследствие резкой нехватки доверия.

Справедливость

Альберт Рис был человеком мудрым и рассудительным. Он сделал образцовую карьеру. Родился в 1921 г., высшее образование получил в Оберлинском колледже, докторантуру проходил в Чикагском университете, где ему оказали редкую честь, предложив остаться. Постепенно он поднялся по академической лестнице: сначала ассистент, потом доцент, профессор и даже декан факультета экономики. Рис специализировался на экономике труда и написал весьма авторитетную книгу «Экономика профсоюзов»³⁰. В 1966 г. он перешел из Чикагского университета в Принстон и посвятил почти все свое время административной работе. В итоге президент Джеральд Форд назначил Риса директором Комитета по стабильности цен и зарплат. Позднее он вернулся в Принстон, где стал проректором, а закончил свою деятельность в должности президента Фонда Альфреда Слоуна.

Незадолго до смерти Рис написал статью для конференции, организованной в честь его старого друга Джейкоба Минсера, выдающегося экономиста Чикагской школы, также занимавшегося вопросами экономики труда. (Аналогичная конференция в честь самого Риса прошла тремя годами ранее.) В этой статье он подвел итог своей многолетней научной работе и сделал весьма примечательное признание: оказывается, в его теоретических разработках было колоссальное упущение. Работая на административных постах, он постоянно был вынужден решать, что справедливо, а что нет. Между тем, как экономист он вообще не затрагивал понятие справедливости в своих исследованиях.

Вот что он написал:

«В неоклассической теории формирования заработной платы, которую я преподавал на протяжении 30 лет и которую попытался изложить в своем учебнике... ни слова не говорится о справедливости.... Начиная с середины 1970-х я нередко занимал должности, где мне приходилось назначать зарплату другим. Я был членом трех правительственных агентств по стабилизации заработной

платы при администрациях Никсона и Форда, членом совета директоров двух корпораций (в одной из них я возглавляю комитет по компенсациям), работал проректором частного университета, президентом фонда, членом попечительского совета гуманитарного колледжа.

На всех этих постах теория, которую я преподаю, мне не пригодилась. Факторы, участвующие в образовании зарплат в реальной жизни, похоже, сильно отличаются от тех, что прописаны в неоклассической теории. И чрезвычайно важным фактором во всех ситуациях представляется справедливость»³¹.

Значение справедливости

Рис в определенном смысле преувеличивает, говоря о том, как экономисты пренебрегают понятием «справедливость». Как и все прочие, они знают, какое значение люди придают этому критерию. Родителям нередко случается наблюдать бурные детские «разборки» по поводу того, кого папа любит больше. И всем хорошо известна библейская версия этой «драки в песочнице»: история о том, как отец Иосифа одел его «разноцветной одеждой»³² в знак предпочтения перед братьями. Сначала они бросили его в ров, намереваясь оставить там умирать, но потом передумали и, совместив приятное с полезным, продали работорговцам, направлявшимся в Египет.

По нашим оценкам, понятию справедливости экономисты посвятили тысячи статей. Забавно, что некоторые из них написал экономист по имени Эрнст Фер (Ernst Fehr), чья фамилия по-английски созвучна слову «справедливый» (fair).

Но прозрение Риса вполне можно отнести не только к его трудам, но и ко всей экономической науке в целом. Сколько бы статей ни было написано на тему справедливости и сколь бы важной она ни считалась, в экономических теориях это понятие упорно оттесняется на задний план. Хотя в некоторых учебниках справедливость упоминается как один из мотивов, она неизменно задвинута в самый конец, ближе к сноскам - в те разделы, которые, как прекрасно знают студенты, учить к экзаменам вовсе не обязательно. Профессорам же такие учебные пособия позволяют со спокойной совестью говорить, что в них говорится обо всем, что имеет отношение

к предмету, — и даже о справедливости. Между тем по своему значению стремление к справедливости, возможно, не уступает другим экономическим стимулам и не заслуживает того, чтобы быть отодвинутым на второй план.

Непопулярность справедливости в экономической науке объясняется и другой причиной. Принято считать, что учебники по экономике должны рассказывать об экономике, а не о психологии, антропологии, социологии, философии - короче, не обо всех тех науках, которые изучают феномен справедливости. А преподаватели предпочитают те учебники, где не упоминаются науки, в которых они не сильны. «Чистая» экономическая теория, несомненно, имеет множество ценнейших применений, но ее используют и там, где потребность в ней не столь очевидна. Исключительно рационалистическая теория позволяет подать материал четко и красиво. Всего лишь упомянув о том, что причина некоторых важных экономических явлений лежит за пределами формальной дисциплины под названием «экономика», вы грубо нарушите этикет, которому следуют составители учебников. Это все равно что громко рыгнуть на званом ужине: так поступать не принято — и это не обсуждается.

Опросы

Научные данные указывают на то, что соображения справедливости в итоге с большой вероятностью возобладают над рациональными экономическими мотивами. Одно из наиболее, на наш взгляд, интересных исследований на эту тему провел психолог Дэниэл Канеман вместе с двумя экономистами - Джеком Кнетшем и Ричардом Талером³³.

Метод исследования понятен уже из первой предложенной ими ситуации. Приемлемы ли действия владельцев скобяной лавки, поднявших цены на лопаты для уборки снега после бурана? С точки зрения элементарной экономики вопрос лишен смысла: повышение спроса (надо же людям очищать дорожки и тротуары от снега) должно влечь за собой повышение цены. Однако 82% респондентов посчитали, что увеличение цены на лопаты с \$15 до \$20 несправедливо. Скобяная лавка, не увеличившая затрат на приобретение лопат, попросту воспользовалась безвыходным положением своих клиентов. Нужно сказать, что крупнейшая торговая сеть Home Depot после

урагана Эндрю (1992 г.) учла настроения потребителей и компенсировала возросшие цены на фанеру, избежав тем самым обвинений в их взвинчивании³⁴.

То, что соображения справедливости могут быть важнее традиционных экономических мотиваций, подтверждается и другим экспериментом Канемана, Кнетша и Талера.

Допустим, вы лежите на пляже в жаркий день, а из напитков в вашем распоряжении только ледяная вода. Вы подумываете, что неплохо было бы выпить холодненького пива. Ваш знакомый собирается сходить позвонить и может купить его по пути (респондентам предлагается два варианта: в захудалом магазинчике или баре фешенебельного отеля). Он говорит, что пиво, возможно, стоит дорого, и интересуется, сколько вы готовы заплатить за бутылку. Он купит пиво, только если цена будет равной или ниже названной вами суммы. Вы доверяете этому знакомому, а возможности поторговаться (с барменом из отеля или хозяином магазинчика) нет. Какую цену вы назовете³⁵?

Большинство респондентов в баре отеля готовы были платить в среднем на 75 % больше, чем в простой забегаловке.

Эти ответы подтверждают, что чувство справедливости может возобладать над рациональными экономическими мотивами. Если бы мы думали только об удовольствии глотнуть пива, загорая на пляже, логично было бы заплатить за него одинаковую цену, вне зависимости от того, где оно куплено. Вместо этого мы готовы отказаться от дополнительного удовольствия, если в магазине попросят «слишком уж много». И отнюдь не потому, что у нас нет лишних денег. Очевидно, люди полагают несправедливым, чтобы в магазине с них запрашивали цену выше той, что они определили для себя как максимальную.

Эксперименты

Роль справедливости наглядно подтверждается и многочисленными экономическими экспериментами. Наиболее интересные провели Эрнст Фер и Симон Гэхтер³⁶, которые несколько видоизменили известный лабораторный опыт, выявляющий уровень сотрудничества и доверия между людьми. В стандартной версии испытуемым предлагают положить некоторое

количество денег в «кубышку», содержимое которой умножается на некий коэффициент и затем делится поровну между участниками группы. Если все будут сотрудничать, группа набирает максимальное количество денег. В то же время существует стимул действовать эгоистично: мой результат будет лучше, если все положат деньги, а я не положу. Обычно игра протекает так: в начале все сотрудничают, но в следующих розыгрышах понимают, что кто-то играет нечестно, и сами начинают жульничать. В конце концов мошенничать станут все игроки. Эта модель поведения практически универсальна: она отмечена не только у людей, но и у обезьян³⁷.

Фер и Гэхтер слегка изменили правила игры. Теперь участники могли наказать тех, кто не сотрудничает, но для этого им нужно было заплатить из своего кармана. И испытуемые охотно ею воспользовались. Попутно выяснилось, что в этом случае игроки вели себя менее эгоистично и даже после множества партий продолжали класть деньги в кубышку. Очевидно, испытуемые придавали большое значение справедливости и сердились, когда другие проявляли эгоизм.

Фер провел еще один эксперимент, в котором мозг игроков сканировался на томографе³⁸. Он сделал вывод, что, наказывая партнера, человек испытывает удовольствие, так как у него возбуждается задняя часть особого отдела мозга — полосатого тела. Именно эта область активизируется в предвкушении вознаграждения³⁹.

Теории справедливости

Основа основ экономической науки — теория обмена: она описывает, кто, с кем, чем и где обменивается. Но существует также и социологическая теория обмена. От экономической она отличается главным образом тем, что центральное место отводит справедливости.

Социологам нужна своя теория, поскольку они понимают обмен шире, нежели экономисты. Они стремятся объяснить еще и вне рыночные сделки: внутри фирмы, между друзьями, знакомыми и членами семьи. Социологи знают: когда обмен несправедлив, сторона, считающая себя обойденной, испытывает недовольство. Импульсы, порождаемые недовольством, корректируют обмен в сторону справедливости.

Социально-психологическая теория обмена называется теорией равенства. Согласно ей, у обоих участников обмена затраты должны быть эквивалентны вознаграждению⁴⁰. На первый взгляд, это очень

похоже на то, что происходит на рынке. Например, в супермаркете вы получаете продукты и взамен отдаете их денежный эквивалент. Поэтому социологи и говорят, что их теория мотивирована экономистами (и оттого, возможно, кажется социологам чуть-чуть ущербной).

Между двумя этими теориями существует принципиальная разница: экономисты и социологи под затратами участников обмена подразумевают разные вещи. У последних в игру вступают в том числе и субъективные оценки, например статус персон, участвующих в обмене.

Одна из ранних версий теории обмена выросла из исследования Питера Блау, наблюдавшего за государственными служащими, вовлеченными в сложную судебную тяжбу⁴¹. По правилам, им было запрещено обращаться к кому-либо кроме руководства. Разумеется, служащие не хотели бегать к начальству при каждом затруднении, чтобы не выглядеть надоедливymi, а главное - не расписываться в собственной некомпетентности и несамостоятельности. Поэтому они систематически нарушали запрет и советовались между собой.

Блау наблюдал за этими консультациями и интерпретировал их через теорию равенства. Он заметил, менее опытные работники редко обращались за помощью к своим более квалифицированным коллегам. Вместо этого они советовались с «братьями по разуму». А более компетентные служащие тоже советовались между собой. Почему это происходило?

Дело в том, что работники с невысокой квалификацией, помимо слов благодарности, немного могли предложить более опытным взамен полученных знаний. Поначалу подобное вознаграждение может приносить удовлетворение, но очень скоро приедается. Да и благодарить все время тоже утомительно. А с себе подобными обмен был более или менее равноценным.

Когда в оценку этой ситуации привносятся субъективные элементы, такие как благодарность, мы оказываемся в поле теории справедливого обмена. Благодарность, выраженная менее квалифицированными агентами за обмен с более опытными, делает транзакцию справедливой: затраты с одной стороны равноценны вознаграждению с другой. Эта теория объясняет, почему те, чей статус в обществе ниже (например, темнокожие или женщины в традиционных обществах), часто ведут себя подобострастно. Чтобы уравнять объективные и

субъективные затраты и вознаграждения при обмене, им приходится отдавать больше, чем тем, у кого статус выше.

Нормы и справедливость

Теория равенства может быть распространена и еще шире. Социологи знают, что у людей есть твердые представления о том, как должны себя вести они сами и окружающие. Джордж Акерлоф в соавторстве с Рэчел Крэнтон подробно писал об этом⁴². Оказывается, одна из главных составляющих счастья — это когда мы реализуем свои представления о том, как вести себя правильно, т. е. поступать по справедливости. При этом, когда другие считают, что мы несправедливы, это нас оскорбляет. Одновременно мы хотим, чтобы и другие соответствовали нашим представлениям о том, как себя вести. Мы недовольны, когда нам кажется, что окружающие поступают несправедливо (вспомним испытуемых в экспериментах Фера с их желанием наказывать).

Справедливость, таким образом, вносит в экономическую науку наши представления о том, как должны себя вести мы сами и окружающие.

Справедливость и экономика

Соображения справедливости — важный мотивирующий фактор для многих экономических решений, они связаны с тем, как мы понимаем доверие и насколько хорошо умеем сотрудничать. Современные экономисты смотрят на справедливость двояко: с одной стороны, этому вопросу посвящено довольно много литературы, но, с другой — при анализе экономических событий — ей уделяется второстепенная роль.

Мы убеждены, что отодвигать этот критерий на второй план можно, только если есть для этого серьезное обоснование. Справедливость позволяет объяснить такие базовые явления, как вынужденная безработица и соотношение между инфляцией и валовым национальным продуктом, которые без учета этого фактора остаются загадкой (см. главы 8 и 9).

Злоупотребления и недобросовестность

Чтобы понять, как действует экономика и как в ней проявляется иррациональное начало, следует обратить внимание на ее «плохую» сторону, т. е. на склонность экономических субъектов к антиобщественному поведению и те сбои, которые иногда с ней неожиданно происходят. Некоторые экономические колебания, и это можно проследить, связаны с тем, как меняются масштабы (и допустимость) открытых злоупотреблений. Более того, недобросовестность — т. е. экономическая деятельность, формально не выходящая за рамки закона, но имеющая дурные мотивы, — также в разное время может быть более или менее распространенной⁴³.

Сторонники капитализма не скупятся в выражениях, описывая производительную мощь этого строя⁴⁴, - мол, он способен произвести все, что может принести прибыль. Так, урбанист Джейн Джейкобе видит своеобразную поэзию в том, как выглядят городские районы, разнообразно застроенные индивидуальными частными предпринимателями⁴⁵.

В самом начале правления Михаила Горбачева Гэри Беккер, идейный наследник нобелевского лауреата по экономике Милтона Фридмана в Чикагском университете, приезжал в Москву и рассказывал в частности о том, что такое справочник «Желтые страницы». Эти тома сами по себе — результат свободного предпринимательства и свидетельство капиталистического изобилия, где в алфавитном порядке перечислены все блага, которые он, капитализм, может предложить. А один наш знакомый высказал мнение, что суть капитализма воплощена в шоколадном молоке — советская система никогда не снизошла бы до производства такого излишества. (Разумеется, если шоколадное молоко и символизирует какое-то отличие между двумя системами, то только экономическое; не отражает различий политических и никак не объясняет зверств Сталина, Мао, Пол Пота, Чаушеску, Ким Ир Сена и многих других⁴⁶.)

Но у капиталистического изобилия есть, по крайней мере, один недостаток. Капиталистическая система производит только то, за что люди готовы платить. Если они будут платить за настоящее лекарство, система станет производить настоящее лекарство. Но, если им нужен какой-нибудь «чудодейственный эликсир», она будет производить этот эликсир. Кстати, в XIX веке в Америке существовала целая индустрия поддельных лекарственных средств.

Ограничимся одним примером: Уильям Рокфеллер, отец Джона Рокфеллера, был коммивояжером. Он въезжал в очередной городок на своей тележке, раздавал рекламные листовки, нанимал людей, возвещавших о его прибытии, выступал с лекцией о своих чудодейственных снадобьях на городской площади и затем принимал заказчиков в лучшем номере местного отеля⁴⁷. Похоже, Рокфеллер-старший обладал природным талантом обманщика. Его сын сумел трансформировать эту свою генетическую предрасположенность в нечто более конструктивное, хотя тоже далеко не безупречное.

Необходимость в защите прав потребителей актуальна во все времена, однако в силу ряда причин отнюдь не она является ахиллесовой пятой капитализма. Потребители по большей части достаточно информированы, чтобы воздерживаться от случайных покупок. Большинство товаров они покупают более-менее систематически и очень быстро понимают, что тот или иной продукт не отвечает их требованиям. Кроме того, розничные предприятия хотя бы частично отвечают за то, что они продают. Существуют и государственные гарантии, особенно актуальные в случаях, когда потребитель не может сразу оценить свойства товара. Многие продукты должны соответствовать требованиям безопасности, предписанным законом. Например, строительные кодексы защищают домовладельцев от некачественных работ и вредных стройматериалов.

Однако есть сфера, где защита потребителя особенно важна и где обеспечить ее исключительно трудно. Речь идет о сбережениях — точнее, о ценных бумагах, позволяющих сохранить средства на будущее. Существует мнение о том, что в старину в защите такого рода не было необходимости, поскольку в качестве вкладчика и распорядителя вложенных средств выступало одно и то же лицо. Крестьянин, желающий получить доход в будущем, вкладывал средства в собственное хозяйство. Он как никто другой знал: чем больше сэкономит сегодня, тем больше получит завтра. Но сейчас большинство людей работа-

ет не на себя, и главным средством сбережения средств на будущее становится приобретение таких финансовых активов, как акции, облигации, вложения в пенсионные фонды и в страхование жизни. Эти активы нематериальны: это не более чем клочки бумаги с косвенными обещаниями будущих выплат.

В современной экономике реальная ценность большинства этих инструментов — величина, в известном смысле непознаваемая в принципе. Благодаря эффекту масштаба капиталистические предприятия стали невероятно крупными и сложными. Инвесторы едва ли захотели бы вкладываться в такие предприятия, если бы был риск расплачиваться по их долгам. Тут на выручку пришел капитализм с весьма специфическим изобретением под названием «ограниченная ответственность». Теперь самое большее, что могут потерять акционеры в корпорации с ограниченной ответственностью, — это то, что они сами непосредственно вложили в акции.

Такое соглашение отлично работает. С одной стороны, оно защищает акционеров, побуждая их вкладываться в рискованные предприятия; с другой — позволяет продавать свои доли другим акционерам, которые, в свою очередь, также защищены от риска. Можно бы предположить, что ограниченная ответственность, которой пользуются владельцы компании, способна отпугнуть ее кредиторов. Но в большинстве случаев этого не происходит: заимодавцы могут испытывать трудности с возвратом долгов только в случае ее банкротства. Если акционеры вложили достаточно средств, этот риск невелик — а в некоторых случаях и вовсе ничтожен. Кроме того, существуют показатели, позволяющие точно определить, какова вероятность банкротства компании. Это бухгалтерские отчеты по активам, пассивам и чистой прибыли. Баланс (активы минус пассивы), при условии корректного подсчета, показывает, сколько у компании останется после погашения кредитов и как она далека от банкротства. Чистая прибыль в виде дивидендов показывает прирост или убыль чистых активов, а значит, скорость, с которой она приближается к краху или удаляется от него.

Однако, когда отчетность искажена, продажа активов напоминает торговлю «чудодейственным эликсиром». Точно так же, как «втюхивают» лжелекарство, приписывая ему волшебные свойства, можно «впарить» акции, облигации или кредит, представив неверную корпоративную отчетность. Покупатели акций, опираясь на такую отчетность, переплатят за эти акции. С одной стороны, они могут счесть,

что разница между активами и пассивами больше, чем она есть на самом деле, с другой — рассчитывать на невозможную прибыль. Владельцы акций или опционов на их покупку могут в этом случае неплохо поживиться на легковереи тех, у кого не хватило ума подвергнуть сомнению лживые отчеты.

Понять, когда выгодно заниматься изготовлением «чудодейственного эликсира», а когда нет, можно с помощью несложной теории⁴⁸. Рассмотрим фирму, которая регулярно выплачивает дивиденды. С точки зрения экономистов, цена ее акций на конкурентном рынке складывается из сумм этих будущих выплат, дисконтированных надлежащим образом — с учетом того, что выплаты произойдут в будущем и сопряжены с определенными рисками. Нормально функционирующая компания столько и стоит — если фондовые рынки работают эффективно и если владельцы собираются держать ее на плаву, а не избавляться от ее акций.

Но иногда более прибыльной оказывается принципиально иная стратегия. Если компания может подтасовать свою бухгалтерию так, чтобы выжать из нее сумму большую, нежели дисконтированная стоимость ее будущих доходов, владельцам это будет выгоднее, чем просто обладать акциями. Один из способов получения таких «сверхплановых вознаграждений» — это раздуть стоимость акций, а затем продать их, предоставив новым владельцам управляться с побочными действиями «чудодейственного эликсира», который они приобрели. Но это далеко не единственный способ творческого подхода к бухгалтерии. Другая тактика — продать кредитные обязательства, а потом придумать способ извлечь деньги, поступившие от кредиторов. Таких способов множество: они включают должностные оклады, бонусы, коррупционные сделки, синекуры для родственников, высокие дивиденды и опционы (которые сами по себе взвинчивают цены на акции, поскольку бухгалтерские манипуляции создают видимость того, что дела в фирме обстоят намного лучше, чем на самом деле).

Есть такой образ отважного, агрессивного и готового на риск гендиректора, который приводит машину капитализма в движение. Джека Уэлча, сократившего персонал General Electric с 411 до 299 тысяч человек всего за пять лет, называли Нейтронным Джеком, по аналогии с нейтронной бомбой⁴⁹. Он не терзался чувством вины — да капитализм его и не предполагает. Напротив, он всего лишь выполнял свой долг: максимизировал прибыль компании. Но, чтобы энергия

таких гендиректоров, без зазрения совести загребающих денежки для себя и своих компаний, не обернулась нечестностью, возникает необходимость в своего рода противовесе. И таким противовесом служат бухгалтеры – люди, широко известные своим здравым смыслом и неподкупностью. Психологическое исследование личностных свойств бухгалтеров показало, что по натуре они – ориентированные на факты и детали скептики и критики, предпочитающие работать методично и упорядоченно⁵⁰. Они тоже герои капитализма, этакие хладнокровные шерифы Дикого Запада.

Примеры из трех последних рецессии в США

Каждый из трех последних экономических спадов в США – с июля 1990 до марта 1991 г., с марта по ноябрь 2001 г. и рецессия, начавшаяся в декабре 2007 г., – сопровождался скандалами, связанными с финансовыми злоупотреблениями. Рассмотрим роль злоупотреблений и их менее страшного аналога, недобросовестности, в каждом из этих случаев и постараемся определить, каково их место в экономических спадах. По нашему мнению, в Соединенных Штатах злоупотребления представляют собой меньшую проблему, чем в большинстве других стран.

Скандалы, связанные с финансовыми злоупотреблениями, всегда невероятно запутанны. И в то же время поразительно просты. Просты, потому что неизменно связаны с нарушением бухгалтерских принципов, касающихся количества денег, которые можно взять на законном основании. А запутанны оттого, что участники пытаются окутать нарушение этих простых принципов туманом из всяких сложностей.

Ссудно-сберегательные ассоциации и рецессия 1991 года

Все открытые акционерные общества так или иначе управляют чужими деньгами. Следовательно, у управляющих всегда есть возможность эти деньги прикарманить и сбежать. Иногда таких возможностей больше, иногда меньше. Когда их много, это сказывается на всей экономике страны. Одной из причин рецессии 1990–1991 гг. стал

кризис ссудно-сберегательных ассоциаций (ССА). (Более важными составляющими были падение доверия после войны в Персидском заливе и предшествующий ему резкий скачок цен на нефть.)

В Соединенных Штатах ССА функционируют как банки, выдающие деньги преимущественно под ипотеку. Кризис ССА начался после того, как закон Гарна - Сен-Жермена 1982 г. о депозитарных учреждениях либерализовал их регулирование. Это позволило ССА проводить более агрессивную кредитную политику, при том что государство оставалось гарантом по их депозитам – а это опасное сочетание, если кто-то захочет заняться нечестным кредитованием. Либерализация открыла путь для злоупотреблений, которым не преминули воспользоваться некоторые ССА – они надавали заведомо «плохих» кредитов и обанкротились. Кульминацией последовавшего кризиса стало создание в августе 1989 г. Трастовой корпорации по урегулированию для работы с несостоятельными ССА.

У владельцев и управляющих небольших компаний, вставших на путь злоупотреблений, всегда есть возможность нарушать бухгалтерскую отчетность. ССА были особенно лакомым кусочком для подобных схем, так как само государство назначило себя мальчиком для битья. Благодаря государственному страхованию вкладов кредиторы ССА, они же вкладчики, могли не беспокоиться о платежеспособности этих учреждений. Ведь в случае чего расплачиваться-то будет государство. Собственно, так оно и поступило – и потеряло около \$140 миллиардов⁵¹.

В 1980-е ситуации такого рода стали настоящей эпидемией. В начале десятилетия ССА выдали множество ипотечных займов под фиксированный процент. Но затем начала расти инфляция – и, соответственно, процентные ставки. Это означало, что стоимость привлечения средств стала превышать поступления от выданных займов. При корректной бухгалтерской отчетности эти ССА оказались бы банкротами⁵². Но государство не могло признать банкротство ССА: это потребовало бы незамедлительно принимать меры, чтобы их спасти. Поэтому были разработаны хитрые бухгалтерские приемы, позволяющие ССА оставаться на плаву. Зато теперь большинство из них можно было приобрести за гроши, поскольку их реальная стоимость была близка к нулевой, а чаще и вовсе отрицательной.

Неудивительно, что за этим последовали самые разнообразные скандалы. В качестве действующих предприятий ССА не стоили ничего – но для их владельцев они были весьма ценны, т. к. давали

огромные возможности для нечестных сделок. Такие махинации могли быть связаны с недвижимостью («откаты» от застройщиков) или с покупкой рискованных, но высокодоходных активов.

Наиболее изобретательно средствами США пользовался маклер Майкл Милкен - специалист по бросовым, или «мусорным», облигациям. До начала 1980-х среди экономистов господствовало мнение, что провести недружественное поглощение и получить прибыль практически невозможно: если фирма была недооценена до того, как поступило предложение о слиянии, само предложение увеличивало ее цену. К моменту завершения сделки прибыль покупателя даже не покрывала транзакционных издержек⁵³. Но Милкен нашел способ радикально сократить эти издержки. Он проводил сделки с молниеносной скоростью, используя для этого чужие деньги, которые поступали к нему напрямую от США, покупавших бросовые облигации его компаний. Если Милкен или его подставная фирма обращались к другой компании с предложением о недружественном слиянии, он мог быстро собрать средства для этой покупки за счет продажи своих бросовых облигаций. При этом самим США не требовалось никаких компенсаций - а их владельцы получали некие «частные прерогативы», например: опцион, или варрант, позволявший покупать акции этой фирмы по указанной цене. Известно, что при совершении таких сделок Милкен выписал изрядное количество варрантов самому себе⁵⁴.

Топ-менеджеры акционерных компаний обнаружили, что могут полностью выкупить акции своих фирм и изъять их из обращения, пустив в оборот большое количество долговых обязательств в виде бросовых облигаций, чтобы на вырученные средства расплатиться с акционерами. Если приватизированная таким образом фирма могла затем эти бросовые облигации откупить, шустрые менеджеры получали баснословное вознаграждение. И вскоре уровень выплат топ-менеджерам резко взмыл вверх. (Греф Кристал, консультант по вопросам вознаграждений топ-менеджмента, описал эту практику в своей книге «В поисках излишеств»⁵⁵). Началась эра нового неравенства, привнесшая в жизнь новые стандарты.

Вполне вероятно, что подвиги Милкена совпали по времени с наступлением нового неравенства чисто случайно. В 1980 г. президентом США был избран Рональд Рейган, исповедовавший новый взгляд на роль государства в экономике. Возможно, Милкен был

всего лишь первопроходцем, а исторический сдвиг произошел бы в любом случае.

Но почти одновременное появление бросовых облигаций, враждебных поглощений и стремительный рост доходов топ-менеджеров служит яркой иллюстрацией несовершенства капитализма. Всего несколько сделок по «неофициальным» ценам запустили такие процессы, которые экономисты, верящие, что финансисты никогда не нарушают правила, несколькими годами ранее посчитали бы просто невозможными.

Ярче всего эти несовершенства проявились в Техасе, где махинации с США были особенно злостными. Там резко взлетели цены на недвижимость. Законопослушные риелторы знали, что происходит, и оказались перед нелегким выбором: либо сворачивать свой бизнес, либо продолжать, зная, что цены неоправданно раздуты и добром это не кончится. Перед законопослушными строителями стояла аналогичная дилемма.

На кризисе США в большой степени лежит ответственность и за экономические неурядицы в период рецессии 1990-1991 гг., и за то, что восстановление затянулось до 1993 г. Репортажи о том, как Трастовая корпорация по урегулированию перелопачивает бранные останки очередной США и с какими трудностями сталкивается Фонд трастовой корпорации при проведении аукционов по облигациям, выпущенным для финансирования ее работы, не сходили с телеэкранов и газетных полос. В 1990 г. глава Национальной аудиторской службы заявил сенатскому комитету по банкам: «У меня есть сильное подозрение, что банковская система, которую мы имеем в настоящий момент, безоговорочным доверием не пользуется»⁵⁶. Доверие пошатнулось еще сильнее, когда председатель Федеральной корпорации по страхованию депозитов (ФКСД) запросил государственных денег на продолжение выкупа лопнувших банков. Кризис затронул цены на недвижимость, которые в первом квартале 1993 г. в реальном исчислении упали на 13% по сравнению с последним кварталом 1989 г.⁵⁷. Обвал цен потянул за собой падение строительной индустрии, а следом и других отраслей, подорвал фондовый рынок и доверие к финансовому сектору в целом, негативно сказался на настроениях инвесторов и на желании вообще вести какую-либо экономическую активность. А все началось с широкого применения откровенно мошеннических схем.

Enron и рецессия 2001 года

Рецессию 2001 г. принято считать следствием фондового бума 1990-х. Однако у нее было много разнообразных причин, как и у самого бума и последовавшего за ним обвала фондового рынка. Среди них можно назвать несколько знаменитых примеров корпоративного мошенничества, самый громкий из которых – дело корпорации Enron.

История Enron, в которой махинации с бухгалтерией сначала балансировали на грани допустимого, а потом эту грань перешли, может сама по себе служить основой курса «Принципы бухгалтерии». Однако, оставив в стороне калейдоскоп из алчности, амбиций, званных вечеринок, спортивных автомобилей и столь же шустрых деятелей, мы можем дать краткое резюме этой истории⁵⁸.

Джеффри Скиллинг, прежде работавший консультантом в международной консалтинговой компании McKinsey, понял, что Enron может в одно мгновение получить колоссальную прибыль. Согласно новому постановлению Комиссии по ценным бумагам и биржам, во многом обязанному своим появлением настойчивости сотрудников Enron, в бухгалтерских отчетах о фьючерсных контрактах на продажу или покупку природного газа следовало указывать текущие цены.

Это означало, что бухгалтерия должна была учитывать будущую выручку от продажи газа или электроэнергии как текущую (разумеется, с соответствующим дисконтом, исходя из ожидаемой даты поступления будущих платежей). Достаточно нескольких секунд, чтобы понять, что такое постановление может породить систематические злоупотребления. В этих контрактах будущие цены на продажу газа были фиксированными или почти фиксированными. И чтобы завысить текущие прибыли, Enron достаточно было занижить цены закупочные. Корпоративная культура Enron всячески поощряла это: тот, кто заключал подобные сделки, получал щедрые вознаграждения в виде опционов и прочих бонусов.

Не случайно Enron допустила еще одну «промашку» по части бухучета и стимулирования в другой сфере своего бизнеса, не связанной с торговлей газом. Ее подразделение, занимавшееся строительством газовых электростанций в развивающихся странах, возглавляла Ребекка Марк, женщина удивительного обаяния и исключительной энергии. Самым известным из ее проектов в рамках Enron была станция в

Дабхале (Индия), при помощи которой проблема электроснабжения штата Махараштра должна была быть решена на несколько десятилетий вперед. При этом цена электроэнергии обошлась бы клиентам в круглую сумму, а отразить этот проект в бухгалтерской отчетности было крайне сложно.

После того как эти проекты фиксировались в отчетности компании, трудности с ними только начинались: их просто невозможно было осуществить по приемлемой цене. Однако бухгалтерия Enron предпочитала этот факт не замечать. Фирма фиксировала будущий доход и будущие издержки на момент подписания договора, после чего ожидаемая прибыль учитывалась как текущая.

Все, кто принимал участие в разработке этих проектов, получали соответствующее вознаграждение – несмотря на то что планы могли поменяться на ходу, а, даже по самым оптимистичным сценариям, первого полученного киловатта следовало ждать много лет. Стоимость проектов была астрономической, что позволяло Enron регистрировать громадную текущую прибыль. Когда выяснилось, что такие «журавли в небе» переполнили ее бухгалтерские книги, компания почему-то не пожелала исправлять ситуацию, а постаралась изыскать способ еще больше раздуть отчетность, чтобы продолжить свой волшебный взлет, привлекая внимание Уолл-стрит.

Законные способы отразить будущую прибыль в настоящем вскоре исчерпали себя, и Enron начала прибегать к способам незаконным – таким бухгалтерским аналогам вечного двигателя. Финансовый директор компании Эндрю Фастоу сообразил, что, если в рамках холдинга появится компания, которая будет скупать активы своего учредителя дороже их реальной цены, Enron сможет засчитать разницу между ценой, уплаченной за активы, и их реальной ценой как прибыль.

Работало это так. Входящая в холдинг компания-пустышка получает уже сильно переоцененные акции Enron. Кредиторы этой фиктивной компании получают гарантии Enron компенсировать все возможные потери. И таким образом из гроссбухов Enron исчезает несуществующая прибыль, а сама компания получает возможность безгранично управлять своей прибылью. Кредиторам до этого нет дела – у них есть гарантии Enron. Владельцы же созданной компании работают на два фронта – и на «пустышку», и на Enron, причем их вознаграждение зависит от того, какую пользу они приносят последней. Акционеры извлекают прибыль в форме опционов на продолжающие

раздуваться акции Enron. И эта прибыль более чем компенсировала те 3% акций фирмы, которые они должны были держать на руках, чтобы счета «пустышки» можно было списать со счетов фирмы-учредителя.

В свою очередь, те, кто отвечал за займы для этой подставной компании, были сами вовлечены в те же операции, что и руководство Enron. Они получали большие бонусы за эти займы и за «консалтинговые услуги», оказываемые компании Enron. Если бы вся эта махинация развалилась, они бы расстроились, но убытки понесли бы другие. Да и аудиторы Enron, Arthur Andersen, не торопились бить тревогу. Они опасались, что в этом случае потеряют щедрые энроновские контракты на тот же консалтинг. В общем, очередная нечистоплотная сделка.

Экономист описал бы эту ситуацию как равновесие, в котором все следуют своим корыстным интересам. Но народ-то при этом покупал «чудодейственный эликсир». Рецессия 2001 г. более чем убедительно показала, что подобное «равновесие» отнюдь не было взаимовыгодным для всех сторон⁵⁹.

Рецессия последовала за обвалом фондового рынка, вызванного тем, что общество стало понимать: многие компании, особенно так называемые «доткомы», в действительности торгуют «чудодейственным эликсиром». Все в конце концов охладели к финансовым рынкам как таковым, и это отношение тормозило экономику куда больше, чем любой другой внешний фактор. То, что люди реагировали на злоупотребления и недобросовестность на финансовых рынках и стремились инвестировать в альтернативу – недвижимость, – очевидно из анкет, которые Карл Кейс и Роберт Шиллер регулярно рассылали индивидуальным и коллегиальным инвесторам, начиная с 1989 г. В 2001 г. инвесторы открытым текстом сообщили, что скандалы, связанные с финансовыми махинациями, стали основной причиной их ухода с фондовых рынков на рынок жилой недвижимости, где нет необходимости доверяться бухгалтерам.

Ненадежные ипотечные кредиты и рецессия, начавшаяся в 2007 г.

В то время как пишется эта глава, в США раздувается очередной пузырь - и назревает очередной вал скандалов. И вновь мы видим те же принципы в действии.

На протяжении нескольких лет — с конца 1990-х по 2006 г. — цены на жилье резко росли, особенно в Бостоне, Лас-Вегасе, Лос-Анджелесе, Майами и Вашингтоне⁶⁰. Этот пузырь на рынке жилой недвижимости был связан со значительным увеличением объемов высокорискового (субстандартного) ипотечного кредитования — с 5% до примерно 20% ипотечного рынка, т. е. до \$625 миллиардов⁶¹.

В этой сфере бизнеса тоже отсутствовало надлежащее регулирование. Высокорисковые кредиты пришли на смену государственным программам Федерального управления жилищного строительства и Управления по делам ветеранов, по которым получали ссуды заемщики с низким уровнем доходов. Под воздействием свойственной эпохе Рейгана веры в безграничную эффективность частного рынка, эти государственные программы, которые очень четко регулировались и защищали права домовладельцев, постепенно сворачивались, а частным компаниям, предлагавшим те же услуги — только под высокий процент или с плавающей процентной ставкой, — был дан зеленый свет⁶².

К сожалению, многие компании, занимающиеся высокорисковым кредитованием, предлагали условия, не подходящие для заемщиков. Они открыто и активно рекламировали свои изначально невысокие ежемесячные выплаты, нередко скрывая последующее повышение ссудного процента. Им удавалось разместить свои кредиты в том числе среди самых незащищенных, малообразованных и плохо информированных слоев населения. И хотя такого рода тактика не была незаконной, мы считаем наиболее вопиющие примеры ее применения однозначно порочными.

Как правило, организаторы подобных ссуд сами не верили в свой продукт и хотели как можно быстрее сбыть его с рук. Это, в свою очередь, стало возможным благодаря происходящим в это же время изменениям в порядке формирования ипотеки и владения закладными. В прежние времена тот, кто выдавал ипотечный заем, например ССА, и был владельцем закладной. Но теперь кредиторы по ипотеке — будь то ипотечные брокеры, банки или иные сберегательные учреждения — оставляли закладные в своей собственности лишь в редких случаях. Закладные стали продаваться; более того, выплаты по ним частенько объединялись и продавались на бирже «внарезку». Финансовые рынки открыли для себя возможность продавать закладные по частям — точно так же, как когда-то смекалистые владельцы продуктовых магазинов обнаружили, что можно успешно распродавать по частям курицу. В итоге

владельцами закладных оказывались люди, никак не связанные с займодавцами, и, как правило, не видящие никакого смысла в том, чтобы выяснять качество каждой закладной в своем портфеле. Все прибыли и убытки они разделяют с большим количеством других покупателей.

Но если ипотечные закладные или, по крайней мере, высокорисковые транши крайне ненадежны, возникает законный вопрос: зачем, собственно, их покупать? Оказывается, стоило собрать закладные в пакеты, как произошло финансовое чудо. Пакеты получили одобрение рейтинговых агентств, причем высокорисковые были оценены наиболее высоко – у 80 % из них рейтинг был на уровне AAA, а у 95 % – А и выше. Благодаря этому их покупали холдинговые компании, банки, инвестиционные фонды, работающие на денежном рынке, страховые компании, иногда даже депозитарные банки, которые и не притрунулись бы к таким закладным, если бы их продавали по отдельности.

Согласно Чарльзу Каломирису, рейтинговые агентства смогли проделать этот трюк с помощью двух приемов. Они оценивали риск дефолта этих ценных бумаг - приблизительно в 6 %, опираясь на данные периода, когда цены на жилую недвижимость быстро росли. Хотя и тогда этот показатель был выше - от 10 % до 20%⁶³.

Ничто не заставляло покупателей этих бросовых пакетов с высокими рейтингами повнимательнее присмотреться к ним. Приобретая высокорисковые и высокодоходные закладные, они просто стремились добиться большой текущей прибыли⁶⁴. А чтобы усомниться в верности рейтинга AAA, нужно быть весьма искушенным человеком. Те же, кто формировал эти бросовые пакеты, стремились, естественно, получить свои комиссионные. И никто не хотел брать на себя ответственность и прекратить эту игру. Если бы кто-то из оценщиков дал менее благоприятный рейтинг, «фасовщики» закладных просто обратились бы к другому. Таким образом, установилось экономическое равновесие, включавшее в себя всю цепочку: покупателей недвижимости; организации, выдающие ипотечные кредиты; компании преобразующие эти активы в ценные бумаги; рейтинговые агентства, и, наконец, тех, кто покупал ценные бумаги на основе закладных. У каждого из них были свои мотивы. Однако и те, кто стоял в начале цепочки, т.е. брал ипотеку для покупки дома, явно превосходящего их финансовые возможности, и те, кто оказывался окончательным держателем таких бумаг, тоже оказались покупателями современной версии «чудодейственного эликсира».

Хедж-фонды

Один из главных вопросов, волнующих экономистов в условиях нынешнего экономического спада: а где хедж-фонды? Типичный контракт хедж-фонда дает его управляющим стимулы весьма сомнительного свойства⁶⁵. Обычная для такой организации система вознаграждений дает менеджеру фиксированный процент от капитала, находящегося в его управлении (обычно 2%) и еще 20% от годовой прибыли. Следовательно, появляется огромный стимул использовать финансовые рычаги по максимуму и идти на высокорисковые инвестиции. Как ни странно, хедж-фонды, похоже, почти не вкладывали больших денег в пакеты высокорисковых кредитов⁶⁶. Каломирис утверждает, что как искушенные инвесторы они понимали, что этого лучше не делать⁶⁷. Однако случай с Long Term Capital Management (крах которого мы более подробно обсудим в главе 7) свидетельствует о том, что и хедж-фонды, какие бы финансовые рычаги они ни использовали, могут потерпеть фиаско в ситуациях, не вписывающихся в их хеджинговые модели. Сейчас невозможно сказать, станут ли крахи крупных хедж-фондов очередным поленом в топку нынешнего кризиса или же они действительно способны застраховаться от неблагоприятного изменения цен. Хедж-фонды позиционируют себя как предприятия с низкой степенью риска; они просто делают ставки на чрезмерно большую или чрезмерно малую разницу цен («спред доходности»). Пока еще неясно, работает ли эта стратегия в условиях кризиса, когда рынки капитала особенно непредсказуемы.

Злоупотребления и наша теория иррационального начала

На вышеизложенных примерах мы убедились, что всплески недобросовестной деятельности сопряжены с тремя последними рецессиями - 1990-1991 г., 2001 г. и той, что началась после кризиса высокорисковой ипотеки 2007 г. Эти примеры показывают, что экономический цикл зависит от того, как меняется отношение к необходимости вести себя порядочно и сколько людей ведут себя недобросовестно. Это, в свою очередь, влияет на условия для подобной деятельности.

Почему недобросовестность вновь и вновь начинает проявляться, причем каждый раз в новой форме? Отчасти ответ заключается в том, что со временем меняются представления о наказании. Крупные карательные акции государства в борьбе с экономическими преступлениями постепенно забываются. В периоды пышного расцвета таких злоупотреблений многим кажется, что им все легко сойдет с рук. Создается впечатление, что у всех рыльца в пушку. До определенной степени люди поступают своими принципами, руководствуясь рациональными соображениями⁶⁸. Иногда нежелание следовать принципам возникает в результате своего рода социального осмоса⁶⁹, описанного Рааджем Сахом, когда информация о вероятности наказания за определенные виды преступлений распространяется среди знакомых⁷⁰. Такой процесс – это часть механизма мультипликатора доверия: злоупотребление порождает еще большие злоупотребления.

На распространение злоупотреблений и недобросовестности влияет появление инноваций в финансовой сфере и законы, разрешающие их применять, хотя общество может не сразу понять, в чем их суть. На уровень нарушений может влиять и иррациональное начало. Со временем культура может меняться, поощряя или наказывая нечестное поведение. Поскольку такие культурные изменения с трудом поддаются количественным измерениям и находятся вне области экономики, экономисты крайне редко увязывают с ними колебания в экономике. А надо бы.

Во времена «ревуших двадцатых» неуважение к общепризнанным правилам в Америке росло из-за полного провала «сухого закона» – все больше и больше народа ходило в подпольные заведения пить спиртное и играть в азартные игры, совершая тем самым вызывающее преступление⁷¹. Полиция делала вид, что ничего не замечает, и возникло впечатление, что букве закона следуют только дураки. Неуважение к решениям властей стало общим местом и никак не связывалось с неизбежностью наказания. В литературных произведениях, например в романе «Великий Эйтсби», написанном в 1925 г., прославлялись экономические хищники. В самом деле, 1920-е стали временем выдающегося финансового хищничества. Спустя несколько лет эта деятельность уже стала вызывать у общества отвращение, и позднее правительство США приняло беспрецедентные Закон о ценных бумагах (1933 г.), Закон о ценных бумагах и биржах (1934 г.), Закон о контроле над трестами (1939 г.) и Закон об инвестиционных компаниях (1940 г.).

Культурные изменения коснулись и досуга. В конце 1920-х в США все большей популярностью стал пользоваться так называемый контрактный бридж. По данным опроса, проведенного Ассоциацией американских производителей игральных карт, к 1941 г., т.е. к окончанию Великой депрессии, эта разновидность бриджа стала самой популярной карточной игрой в стране – в нее играли 44 % американских семей⁷². В этой игре, в которую редко играют на деньги, партнеры обязаны сотрудничать. Это светское развлечение, которое с самого начала рекомендовали для завязывания дружеских или даже любовных отношений. Игра должна была развивать навыки общения (впрочем, служила она и причиной ссор и разводов). Сейчас, в первом десятилетии XXI века, контрактный бридж уже не так популярен и считается развлечением для пожилых. Зато в последние годы получил распространение покер - особенно его новейшая модификация под названием «техасский холдем». В покер играют одиночки, каждый за себя, тут очень важно обмануть соперника блефом и непроницаемой физиономией, а игра, как правило, ведется на деньги.

Разумеется, мы понимаем, что между происходящим за карточным столом и тем, что творится в экономике, связи может и не быть. Но если в играх, в которые играют миллионы, так возросла роль обмана, разве мы не можем предположить, что аналогичные перемены происходят и в мире коммерции?

Денежная иллюзия

Как-то Роберт Шиллер в бостонской электричке обнаружил удивительное объявление: «Курить воспрещается. Согласно пункту 43А статьи 272, нарушители караются тюремным заключением на срок до 10 дней, либо штрафом до \$50, либо и тем и другим».

Это объявление - прекрасная иллюстрация феномена под названием «денежная иллюзия». Это еще один недостающий ингредиент в современной макроэкономике: денежная иллюзия возникает, когда мы принимаем решения под впечатлением номинальной суммы, а не реальной покупательной способности денег. Экономисты полагают, что рациональные люди в своих решениях о покупке или продаже руководствуются только номинальными ценами. Когда денежной иллюзии нет, уровень цен и зарплат определяется исключительно относительной стоимостью или ценой, а не номинальным значением этих величин.

Вряд ли кто-нибудь хоть раз за нарушение пункта 43А статьи 272 отправлялся в тюрьму. Это постановление, вступившее в силу в 1968 г., не предусматривало индексацию максимального штрафа в соответствии с уровнем инфляции. С тех пор сумма штрафа в реальном выражении уменьшилась в пять раз. Плата за то, чтобы избежать заключения (\$5 за день), и в 1968 г. была невелика, но сейчас она просто смехотворна. Это абсурдное объявление напоминает о лежащем в основе современной макроэкономики допущении о том, что мы не подвержены денежной иллюзии. Конечно же, номинальные цифры имеют для нас очень большое значение.

Это объявление — лишь вершина айсберга. Есть еще множество свидетельств о том, что фундаментальное допущение макроэкономики об отсутствии денежной иллюзии нуждается в пересмотре.

История понятия денежной иллюзии в экономической науке

Экономисты долгое время думали, что денежные иллюзии встречаются повсеместно, однако в 1960-х они поменяли точку зрения. Осно-

вываясь на недостаточно полных наблюдениях и уверенных представлениях о том, как ведет себя человек, они решили, что экономическая деятельность исключительно рациональна. А значит, и никаких заблуждений быть не может в принципе. Это новшество кардинальным образом изменило и макроэкономику в целом.

Сейчас трудно даже вообразить, что было время, когда люди знать не знали об инфляции и о том, как она залезает к ним в кошельки. Выдающийся классический экономист Ирвинг Фишер известен, главным образом, теорией определения процентной ставки. Но он также посвятил значительную часть карьеры, разрабатывая (и всячески отстаивая) то, что он считал идеальным индексом цен. Он убеждал: люди часто принимают неправильные экономические решения в силу того, что не имеют представления об инфляции. Фишер считал своей миссией донести до общества, что реальная цена доллара непостоянна. Теперь его мечта сбылась — и общество, и рынок облигаций прекрасно знают, что такое Индекс потребительских цен⁷³.

В адресованной широкому кругу читателей книге «Денежная иллюзия» Фишер приводит те виды ошибок, которые можно совершить, не имея представления об инфляции цен. С особым упоением автор излагает печальную историю дамы по имени Кора, обладательницы неплохого для 1928 г. состояния — \$50 000 в облигациях. Но за двадцать лет, прошедших с того дня, как Кора унаследовала эти облигации, номинальная стоимость ее портфеля не изменилась, а значит, она стала беднее. Ведь цены за этот период выросли почти в четыре раза⁷⁴. И вот Фишер и несчастная Кора входят в офис ее инвестиционного консультанта. Консультант оправдывается — он, дескать, собирал портфель своей клиентки консервативно, с минимумом риска. Но Фишер в ярости: консультант не принял во внимание риски инфляции и изменение реальной стоимости доллара. Он убежден, что и Кора не думала о том, что может случиться инфляция, и не предвидела падения фактической цены своих облигаций⁷⁵.

Фишер был не единственный великий экономист прошлого века, уверенный в том, что люди подвержены денежной иллюзии. Даже наш герой, Джон Мейнард Кейнс, объяснял распределение дохода в экономике с полной занятостью, исходя из предположения, что работники не обговаривают индексацию зарплаты в соответствии с уровнем инфляции⁷⁶.

Так что даже самые высокочеловеческие теоретики старой формации не сомневались, что люди склонны к денежной иллюзии. Но затем

мнение профессиональных экономистов качнулось в противоположную сторону. Очень скоро денежная иллюзия вообще сделалась едва ли не запретной темой.

Смена тенденции

В начале 1960-х экономисты уже знали, что между инфляцией и безработицей существует определенная связь. Согласно этой теории, когда на рынке труда спрос доминирует над предложением, работники просят более существенного увеличения зарплат. Когда экономика близка к полной занятости, цены также повышаются, частично из-за роста зарплат, частично — из-за высокого спроса на товары.

Поэтому органы, определяющие кредитно-денежную (Федеральная резервная система) и финансово-бюджетную политику (Министерство финансов и Совет экономических консультантов), видели главную макроэкономическую задачу в том, чтобы выбрать оптимальный баланс между инфляцией и безработицей. Дело в том, что можно создавать условия для снижения безработицы и увеличения производства, но тогда будет расти инфляция. Эта альтернатива называется «кривой Филлипса» - по имени австралийского экономиста Олбана Уильяма Филлипса, работавшего в Лондонской школе экономики. В его статье 1958 г. дано эконометрическое описание соотношения между инфляцией зарплат и безработицей⁷⁷. Это соотношение подразумевает нелегкий компромисс. Даже если безработица в США достигает умеренно высокого уровня в 6,5%, это означает, что на улице окажутся десять миллионов человек - а это сопоставимо с населением Греции или Швеции. С одной стороны, уменьшение числа безработных — по-человечески верное решение. Но, с другой - возросшая инфляция вызвала бы затруднения у людей, подобных Коре, которые, принимая финансовые решения, никак не учитывают ее.

Впрочем, тенденция изменилась, и сейчас поиску соотношения между этими величинами придается куда меньшее значение. Мы даже можем установить точную дату, когда произошла смена вех: 29 декабря 1967 г., когда Милтон Фридмен выступил в Вашингтоне с президентским посланием на съезде Американской экономической ассоциации⁷⁸.

Согласно Филлипсу, придумавшему свои кривые в начале 1960-х, размер номинального увеличения зарплаты, о котором просят работ-

ники, зависит только от уровня безработицы. Но Фридмен объявил эту концепцию неверной. Работники, утверждал он, добиваются отнюдь не номинального (ведущего к денежной иллюзии), а реального роста зарплаты. Это означает, что требуемый размер зарплат будет определяться не только уровнем безработицы, но и инфляционными ожиданиями. Ведь и работодателей, покупающих рабочую силу, и работников, продающих свой труд, волнуют не столько номинальные зарплаты, сколько то, что на них можно купить, т. е. размер компенсации относительно уровня цен. Допустим, работник и работодатель договорились увеличить зарплату на 2% при 5%-ном уровне безработицы и нулевой ожидаемой инфляции. Тогда при тех же 5% безработицы зарплата увеличится на 4%, если ожидаемая инфляция будет равна 2%, и на 7%, если ожидаемая инфляция составит 5%. Общий принцип: увеличение инфляционных ожиданий пропорционально влияет на соглашения об оплате труда.

Тот же принцип применим и к повышению цен. Ни покупатели, ни продавцы не страдают от денежной иллюзии. Продавцы заинтересованы лишь в относительной цене, которую они получают за свой товар, а покупатели - в относительной цене, которую они за этот товар заплатят. Поэтому инфляционные ожидания также будут влиять на ценообразование.

Далее, утверждал Фридмен, если инфляционные ожидания пропорционально влияют как на зарплаты, так и на цены, существует только один уровень безработицы, при котором не будет образовываться ни инфляционная, ни дефляционная спираль. Предположим, мы начнем с нулевых инфляционных ожиданий при низком уровне безработицы. В такой ситуации одновременный высокий спрос и на рабочую силу, и на товары будет заставлять производителей увеличивать свои цены относительно цен, установленных другими производителями. Значит, рост цен должен превосходить инфляционные ожидания. Но тогда люди обнаружат, что цены выше, чем они ожидали, и пересмотрят свои инфляционные ожидания в сторону повышения. А поскольку они будут опираться на свои ошибочные суждения, ни ожидания, ни инфляция не замедлят своего роста. Пока спрос высок (иными словами, пока безработица находится на низком уровне), производители будут увеличивать цены с опережением потенциальной инфляции; население продолжит увеличивать свои инфляционные ожидания; а это будет сказываться на размере заработной платы и на

ценах. И наоборот: если безработица высока, инфляционные ожидания будут ниже, а инфляция цен и зарплат будет отрицательной.

Следовательно, заключает Фридмен, существует лишь один уровень безработицы, при котором инфляция не будет ни ускоренно возрастать, ни ускоренно падать. Это он назвал его «естественным уровнем безработицы».

Таким ловким трюком Фридмен навсегда изменил макроэкономическую картину. Когда денежной иллюзии нет, финансовым и налогово-бюджетным органам уже не нужно выбирать между поддержанием нужного уровня инфляции или безработицы. Теперь в их задачу входила стабилизация безработицы вблизи естественного уровня во избежание инфляционной или дефляционной спирали. Более того, и инфляцию следовало удерживать на приемлемо низком уровне — коль скоро это практически не сказывалось на росте безработицы.

Теория естественного уровня получила почти мгновенное признание, потому что она соответствовала общему настрою экономистов: экономика должна быть более «научной». Под научностью они понимали, что поведение людей определяется стремлением к максимизации прибыли. Также подразумевалось, что иррациональным началом можно пренебречь, а денежная иллюзия не влияет на ценообразование и определение зарплат.

Идея Фридмена оказалась своевременной еще и по другой причине. Используя эконометрический анализ данных по Великобритании в период с 1861 по 1957 гг., Филлипс выявил тесную взаимосвязь между скоростью роста зарплат в номинальном выражении и уровнем безработицы. Когда повышалась безработица, инфляция падала. Его уравнение по заработной плате не включало поправку на инфляционные ожидания. Однако в США в конце 1960-х - начале 1970-х, росли и инфляция, и безработица. И это вроде бы противоречило обнаруженной Филлипсом зависимости. Теория естественного уровня объяснила рост инфляции произошедшим тогда существенным сокращением предложения на нефтяном рынке и ростом инфляционных ожиданий, которые «подняли» кривую Филлипса. А рост безработицы теория естественного уровня объясняла снижением спроса.

Проведенные затем эконометрические расчеты с использованием кривых Филлипса, дополненных поправкой на инфляционные ожидания, выявили, казалось бы, полное соответствие теории Фридмена имеющимся данным. Они не смогли опровергнуть открытое Фридме-

ном влияние инфляционных ожиданий на цены и зарплаты⁷⁹. Но эти расчеты были очень приблизительны, в силу чего не смогли опровергнуть и экономически значимые отклонения от теории естественного уровня⁸⁰. Впрочем, общепринятые подходы к кривой Филлипса не принимают во внимание неудобную правду.

Поэтому в учебниках теория естественного уровня подается, как правило, в бездоказательно-повествовательном ключе – мол, до нее макроэкономисты выстраивали соотношения между изменением цен и зарплат, с одной стороны, и безработицей – с другой, не принимая во внимание инфляционные ожидания⁸¹. Фридмен понял, что такая теория может быть верна, только если те, кто устанавливает цены и зарплаты, подвержены денежной иллюзии. Поэтому он изменил это соотношение, включив в ценовые и зарплатные уравнения фактор пропорционального влияния на них инфляционных ожиданий. Такой мудрый подход к экономической теории помог понять причину никак иначе не объяснимого одновременного роста инфляции и безработицы в конце 1960-х – начале 1970-х. К тому же эта теория соответствует большинству эконометрических расчетов.

Теория естественного уровня стала основой макроэкономической политики; на нее полагаются почти все органы, формирующие экономическую стратегию: в США – ФРС, Министерство финансов, Совет экономических консультантов. Эта теория считается также общепринятой в Европе и Канаде.

Поскольку отсутствие денежной иллюзии – ключевое допущение, лежащее в основе теории естественного уровня, оно же является центральным допущением макроэкономики. Показателем того, насколько эта теория важна для макроэкономики, послужило заявление Джеймса Тобина. Выступая четыре года спустя после Фридмена с таким же президентским посланием в Американской экономической ассоциации, он сказал: «Разумеется, нет большего преступления для экономиста-теоретика, чем допускать существование денежной иллюзии⁸²» Тобин забыл упомянуть, что всего за четыре года до этого никто не сомневался в существовании такой иллюзии. Она лежала в основе макроэкономических представлений ведущих экономистов столетия, включая Кейнса, Пола Самуэльсона, Роберта Солоу, Ирвинга Фишера, Франко Модильяни, да и самого Тобина.

Предположение

Денежная иллюзия в ее чистом виде, как она представлена у Фишера или Кейнса, — концепция до крайности наивная и нуждается в серьезной доработке. Но и утверждение о том, что ее не существует вовсе, не обязательно истинно. Это всего лишь одна из гипотез. Мы считаем, что брать на вооружение теорию естественного уровня, начисто исключаящую денежную иллюзию на основе столь ограниченного набора данных, также крайне наивно. Учитывая центральное положение этой теории в макроэкономике, ее следует проверять, перепроверять и еще раз проверять. Однако, как ни странно, нам известно не так много случаев, когда ее состоятельность основательно ставилась под сомнение.

Вот почему нам так запомнилось то объявление в электричке. Если поискать и хорошенько подумать, мы увидим, что в экономике имеется множество весьма красноречивых примеров денежной иллюзии, указывающих на то, что гипотеза Фридмена о естественном уровне, хоть и является первым приближением к реальности, еще не есть сама реальность.

В учебниках экономики тема денег часто начинается с избитой формулировки: деньги — это «средство платежа, средство сбережения и единица измерения». Две первые части формулировки экономисты заанализировали до дыр; они лежат в основе такого принятого у них понятия, как спрос на деньги, описывающего, какое количество денег люди хотят удержать; оно зависит от размера как дохода, так и процентной ставки. Но экономисты уделяют мало внимания роли денег как единицы измерения. Между тем люди оперируют денежными единицами: ими выражается стоимость контракта, ими пользуются бухгалтеры, юристы и налоговики.

В каждом из этих случаев люди могли бы корректировать номинальные величины и избегать ошибок; применять автоматические поправки на инфляцию, например, посредством индексации в соответствии с прожиточным минимумом (COLA⁸³).

Если пользоваться языком экономистов прошлого, деньги могли бы служить всего лишь вуалью, но для этого люди должны были научиться делать поправку на инфляцию, а их количество не должно было влиять на реальные трансакции. Таков взгляд экономистов, полагающих, что денежной иллюзии не существует, и этот взгляд имеет

право на существование. Но мы полагаем, что при переходе от номинальных к реальным долларам что-то меняется. Эти изменения происходят вследствие денежной иллюзии.

Денежная иллюзия и трудовые соглашения

Экономисты часто удивляются тому, как мало трудовых договоров предусматривают COLA (иными словами, включают в себя пункт об индексации). Наиболее полные данные по этому вопросу представляет большая выборка из канадских профсоюзных контрактов с 1976 по 2000 г.⁸⁴ Только 19% из них предполагали возможность индексации.

Но и когда индексация происходила, она не была пропорциональной: пункт о COLA обычно вступал в силу только после того, как инфляция выходила за пределы прописанной цифры, а до этого никаких поправок не предусматривалось. Приблизительно в трети случаев реальный уровень инфляции обозначенного в контракте порога так и не достигал⁸⁵. Обе стороны, подписывавшие такие контракты, определенно мыслили, хотя бы отчасти, в номинальных, а не в реальных (индексированных) денежных единицах. Такие асимметричные корректировки по стоимости жизни недвусмысленно указывают на денежную иллюзию.

Конечно, одно то, что трудовые соглашения должным образом не индексируются, само по себе не подразумевает денежной иллюзии. Инфляция может учитываться в зарплатах и ценах, как предложил Фридмен, через пропорциональную корректировку в соответствии с ожидаемой инфляцией уже при составлении договора (в противоположность COLA, которая предусматривает поправки на инфляцию лишь после того, как инфляция имела место). Но кажется маловероятным, что стороны сначала откажутся от включения в контракт положения о COLA, а затем станут корректировать зарплату по уровню ожидаемой инфляции. Тот факт, что большинство профсоюзных контрактов не включают COLA — а даже если и включают, то этот пункт весьма далек от совершенства, — указывает на то, что при заключении договоров невозможно точно корректировать заработную плату в соответствии с инфляционными ожиданиями.

Есть и еще одно подтверждение того, что денежная иллюзия проявляет себя как при определении зарплат, так и в ценообразовании.

Сопротивление сокращениям зарплаты в денежном выражении (известное экономистам как жесткость заработной платы к снижению тоже указывает на наличие у людей денежной иллюзии)⁸⁶. И, подобно тому, как работники сопротивляются сокращению зарплат, потребители терпеть не могут повышения цен. Денис Карлтон, исследовав неэластичность цен на промышленные товары, пришел в выводу, что цены на многие из товаров оставались неизменными на протяжении длительного периода, иногда больше года⁸⁷.

Денежная иллюзия и облигационные контракты

Без индексации, в номинальных величинах составлено большинство не только трудовых договоров, но и вообще финансовых контрактов. Типичная облигация (а облигация — это долговой контракт), выпущенная государственными организациями в США или других странах, предполагает выплату фиксированного ссудного процента по истечении обозначенного срока. Инфляция колеблется, но процент, заложенный в большинстве существующих контрактов по облигациям, остается прежним. Во многих ипотечных закладных предусмотрен фиксированный процент. И даже закладные с гибким процентом, который меняется в зависимости от текущих учетных ставок, далеко не защищены от инфляции: в этом случае долларовая сумма основного долга менялась бы в соответствии с уровнем обесценивания денег. Таким образом, когда происходит инфляция, держатели закладных с гибким процентом гасят свои задолженности в реальном выражении несколько быстрее.

Опять-таки, если бы денежной иллюзии в том или ином виде не существовало, ситуация выглядела бы парадоксальной. Действительно, почему бы не корректировать контракты по облигациям и закладным по уровню реальной инфляции? Так же, как и в случае с трудовыми договорами, при составлении контрактов по облигациям и покупатели, и продавцы теоретически могут учитывать ожидаемую инфляцию. По идее, номинальная процентная ставка может включать в себя инфляционные ожидания. Это нашло бы отражение в ценах облигаций как во время их выпуска, так и позже, когда они поступают в оборот на рынке. Однако то, что контракты по облигациям не индексируются (а ипотечные контракты индексируются лишь частично

посредством гибкого процента) заставляет задать вопрос, который мы уже задавали по поводу зарплат. Если оба контрагента воздержались от индексации, учитывающей реальную инфляцию, насколько вероятно то, что они внесут абсолютно точные поправки на инфляцию ожидаемую?

Еще раз подчеркнем: учитывая, что большинство контрактов составляются в номинальном денежном выражении, представляется маловероятным, что деньги — это всего лишь вуаль.

Денежная иллюзия и бухгалтерский учет

Говорят, что бухгалтерия — язык бизнеса. Менеджеры используют отчеты по текущим доходам и расходам, чтобы понять, стоит ли расширяться, если дела идут хорошо, или, наоборот, сворачиваться, если все плохо. Бухгалтерская отчетность помогает инвесторам принимать решение о размещении капитала — по ней посторонний человек может оценить финансовое состояние компании. Следовательно, отчетностью определяются и цены на акции, и ссудный процент, который намерены взимать с фирмы ее кредиторы, — а иногда даже отказ в кредите. Значительная часть налогов (например, налог на прибыль), которыми облагается компания, также напрямую зависит от ее отчетности. Во многом содержимое гроссбухов может повлиять и на решение объявить компанию банкротом.

Поскольку бухгалтерский учет ведется в номинальных, а не в реальных единицах, то и решения, принимаемые на его основе, будут опираться на номинальные величины. Это вновь нас приводит к понятию денежной иллюзии.

Как выясняется, отыскать признаки, указывающие на следы денежной иллюзии, в этом случае почти невозможно. Дело в том, что те, кто подписывает такие контракты, решают с их помощью сложные и, что еще важнее, неочевидные задачи. Можно сколько угодно наблюдать результаты экономических решений, но для выявления их мотивов необходима некая промежуточная теория.

Чтобы определить, отражает биржевой курс прибыли с учетом инфляции или без, экономисты Франко Модильяни и Ричард Кон предложили тест⁸⁸, использующий известные инфляционные поправки в корпоративной отчетности. В результате они пришли

к выводу: цены большинства акций не позволяют откинуть вуаль инфляции. И вновь гипотеза об отсутствии денежной иллюзии не подтверждается.

Резюме

Мы убедились, что одно из основополагающих предположений современной макроэкономики - «люди во всех своих экономических решениях делают поправку на инфляцию». Это утверждение представляется чрезмерно радикальным и крайне малодостоверным, принимая во внимание то, как заключаются трудовые соглашения, образуются цены, заключаются облигационные контракты и ведется бухгалтерский учет. Можно было бы откинуть вуаль инфляции, например, предусматривая в контрактах индексацию. Однако обычно контрагенты предпочитают не делать этого. И мы привели лишь несколько примеров проявления денежной иллюзии. Как мы убедимся далее, поправка на денежную иллюзию приведет к возникновению новой макроэкономической теории и даст возможность сделать выводы в области экономической политики. Снова в экономику вмешивается иррациональное начало.

Истории

Человек склонен мыслить нарративами — цельными цепочками событий, имеющими внутреннюю логику и динамику. Наши действия определяются историей нашей жизни, которую мы рассказываем сами себе. Если бы не эти истории, наверное, жизнь казалась бы сплошной вереницей гадостей⁸⁹. Для того чтобы страна или организация чувствовали себя уверенно, тоже нужны свои истории. Великие руководители — это в первую очередь талантливые творцы историй.

По утверждению социальных психологов Роджера Шенка и Роберта Абельсона, истории и их пересказ — основа процесса познания⁹⁰. С их помощью мы запоминаем важнейшие факты. Другие факты попадают в кратковременную память, но таким воспоминаниям, как правило, не придается большого значения, и они вскоре забываются. Скажем, все мы помним свое детство лишь приблизительно (а те, кто постарше, начинают забывать и молодость). Но истории из этого далекого уже времени не забываются, помогая осознать, кто мы и какова наша цель в жизни.

Как подчеркивают Шенк и Абельсон, беседы между людьми обычно происходят в форме взаимного обмена историями. Рассказ первого напоминает собеседнику похожий случай. Первый, в свою очередь, вспоминает еще одну историю и так далее. Всем нам очень приятно, когда рассказанное нами вызывает ответную реакцию у собеседника.

На первый взгляд, люди беседуют бессистемно, перескакивая с предмета на предмет. На самом деле у разговоров есть внутренняя структура, дающая ключ к пониманию того, как работает наш разум. Беседа не только позволяет передавать информацию в легко воспринимаемой форме, но и помогает закрепить факты, включенные в историю. Мы склонны забывать истории, которые не рассказываем.

Структурирование воспоминаний с помощью рассказов особенно заметно у пожилых людей, отчасти утративших остроту ума. Они нередко повторяют одни и те же сюжеты. Это значит, что истории способны активизировать умственную деятельность.

Модели человеческого мышления, основанные на историях, мешают нам принять роль чистой случайности: ведь в них случайных финалов не бывает. В своей книге «Одураченные случайностью» Нассим Талеб прекрасно раскрывает этот тезис, иллюстрируя его историями людей, совершивших серьезные ошибки, потому что они не понимали, что некоторые события могут вообще ничего не значить. При этом его книга весьма талантливо превращает саму случайность в историю⁹¹.

Психолог Роберт Штернберг в книге «Любовь как история: новая теория отношений» утверждает, что в удачных браках супружеские пары сочиняют совместную историю. Они выстраивают ее вокруг цепочки общих воспоминаний и в ее свете интерпретируют и свою любовь друг к другу, и семейные ценности. Штернберг выделил 26 типов таких «историй любви» и пришел к выводу, что прочность брака зависит от доверия партнеров друг к другу и от того, насколько часто они возвращаются к своей истории⁹².

Национальное географическое общество США проводит свой Генографический проект, чтобы классифицировать народы мира в соответствии с миграционными паттернами, выявленными путем анализа ДНК. Однако его организаторы столкнулись с трудностями. Дело в том, что данные ДНК могут противоречить историям, глубоко укоренившимся у некоторых народов. Например, среди аборигенов принято считать, что они испокон веку жили на данной территории. Но когда выясняется более-менее точное время их появления на этой земле и что на самом деле их гены смешаны с генами совсем им несимпатичных народов, это вызывает у них острое разочарование. В результате почти все крупные племена Северной Америки и многие коренные народы других частей света отказались принимать участие в проекте⁹³.

Литературоведы утверждают, что существует несколько базовых сюжетов, многократно рассказанных и пересказанных на протяжении всей истории человечества. Меняются лишь имена и нюансы.

В 1916 г. Жорж Полти выделил тридцать шесть базовых драматических ситуаций⁹⁴. В 1993 г. Роналд Тобиас писал о двадцати основополагающих сюжетах: поиск, приключение, преследование, спасение, бегство, месть, тайна, соперничество, неудача, искушение, метаморфоза, преобразование, взросление, любовь, запретная любовь, жертвоприношение, открытие, порочные излишества, восхождение

и нисхождение⁹⁵. Разумеется, это неполный список, но эти схемы достаточно близки к реальности.

Политико-экономические истории

Важнейшими создателями историй, особенно на экономическую тематику, служат политики. Они проводят много времени, выступая перед людьми, а значит, рассказывая истории. А поскольку электорат беспокоят вопросы экономики, то им и посвящена большая часть этих историй⁹⁶.

Хорошим примером этому служит взлет и падение экономического доверия в Мексике, проанализированные Стефани Финнел. Она обнаружила, что за последние пятьдесят лет экономическое доверие в этой стране достигло пика во время президентства Хосе Лопеса Портильо (1976-1982). Он превратил свою страну в героиню «истории неудачника» (если следовать классификации Тобиаса) — то есть истории победы слабого над сильным. В 1965 г. Портильо опубликовал роман под названием «Кецалькоатль», названный по имени бога ацтеков, который, как и Христос, должен совершить второе пришествие в эпоху больших перемен. Роман был переиздан в 1975 г. накануне избирательной кампании Портильо и стал историей о будущем величии Мексики, написанной на основе древней ацтекской легенды. Уже после победы на выборах президентские самолеты получили названия «Кецалькоатль» и «Кецалькоатль-2». Эта история показалась убедительной еще и благодаря двум случайным событиям: открытию новых крупных запасов нефти в Мексике и второму нефтяному кризису, резко повысившему цену на «черное золото» в 1979 г.

То, что в Мексике есть нефть, было известно и ранее, но открытие наиболее крупных месторождений в штатах Кампече, Чьяпас и Табаско пришлось на первую половину 1970-х, непосредственно перед избранием Лопеса Портильо. С бурением каждой новой скважины подтвержденные запасы постоянно росли, вселяя в мексиканцев самые радужные надежды. Кое-кто даже утверждал, что благодаря объему разведанных запасов в размере 200 миллиардов баррелей Мексика займет второе место после Саудовской Аравии по этому показателю. Радужные надежды подкреплялись и тем, что к 1980 г. цены на нефть выросли более чем вдвое по сравнению с уровнем начала 1970-х.

Мысль о неслыханном богатстве Мексики захватила воображение ее жителей. Уже в своем первом президентском обращении в 1976 г. Лопес Портильо подчеркивал значение нефти: «В нынешнюю эпоху страны можно разделить на две группы — те, у кого есть нефть, и те, у кого ее нет»⁹⁷.

Портильо начал действовать как президент богатой страны — он предложил мировому сообществу мексиканский «Глобальный энергетический план» как раз в тот момент, когда мир был встревожен высокими ценами на рынке нефти и возможностью их дальнейшего роста. В 1980 г. Мексика заключила с Венесуэлой «пакт Сан-Хосе», предусматривающий поставки нефти государствам Центральной Америки и Карибского бассейна по льготным ценам. Страна стала оказывать помощь другим странам. В 1979 г. Мексику посетил папа Иоанн Павел Второй, и многие истолковали этот визит как знак — Мексика стала богатой и авторитетной.

Вера, выпестованная Лопесом Портильо, привела к экономическому процветанию. За шесть лет его президентства реальный ВВП Мексики вырос на 55%. К сожалению, к концу его срока рост прекратился. Когда Лопес Портильо оставил свой пост в 1982 г., инфляция составляла 100%, а безработица росла. Невиданного уровня достигли коррупция и воровство⁹⁸. Стремясь создать новую Мексику, Лопес Портильо брал большие займы под залог еще не добытой нефти и вогнал страну в громадные долги, чем вызвал жестокий экономический кризис, когда в середине 1980-х цены на черное золото упали⁹⁹. История о возрождении обеспечила мощный подъем Мексики, но ко времени передачи власти преемнику страна уже переживала тяжелейший спад. Притязания, порожденные Лопесом Портильо, были ложными. Особо преувеличенным оказалось нефтяное богатство страны. Вопреки ожиданиям 1970-х, сейчас Мексика располагает всего 12,9 миллиарда баррелей разведанных запасов, а это всего 1% от всех мировых запасов. До сих пор многие мексиканцы не знают об этом и очень удивляются, слыша такую цифру — настолько прочно укоренилась в их сознании сказка бывшего президента.

Роль историй в национальных экономиках

Когда экономисты начинают строить свой анализ на историях, это часто воспринимается как непрофессионализм. Считается, что сле-

дует полагаться на факты, цифры и теорию о том, что все стремятся оптимизировать экономические переменные. Как говорится, только факты и ничего кроме фактов.

Действительно, с историями надо обращаться с большой осторожностью. Средства массовой информации предлагают те сюжеты, которые аудитория хочет слышать. Достаточно взглянуть на теории, излагаемые бесчисленным количеством медийных «мудрецов», в день, когда нет значительных новостей помимо заметного изменения биржевых курсов.

Но как быть, если эти истории сами способны двигать рынки? Что если все эти явно избыточные комментарии имеют вполне реальные последствия? Что если они сами по себе — часть экономики? В таком случае следует признать, что в своем пренебрежении историями экономисты зашли слишком далеко. Ведь истории не объясняют факты; они сами становятся фактами. Чтобы объяснить произошедшее в Мексике 1970-х, а также другие взлеты и падения большинства национальных экономик, нужно изучить сюжеты, лежавшие в основе того или иного процесса.

Истории и доверие

Доверие любой большой группы населения, в том числе страны, выстраивается вокруг историй. Особая роль принадлежит так называемым «историям о новой эре», претендующим на описание исторических перемен, которые станут началом очередного экономического этапа. В книге Роберта Шиллера «Иррациональное изобилие» подробно анализируется роль истории про Интернет (впервые ставший доступным для широкой публики в 1994 г.) в формировании биржевого бума, который длился с середины 1990-х до 2000 г. и привел, в свою очередь, к буму экономическому¹⁰⁰. Всемирная паутина — очень важная новая инновация. Мы пользуемся ею ежедневно, она у нас под рукой на работе и дома. Истории о молодых людях, сколотивших состояния с помощью Сети, похожи на рассказы о «золотой лихорадке» XIX века, только в современной обработке. Неуклонный технологический прогресс, на протяжении столетий определявший собой экономическое развитие и состоящий из нарастающего вала открытий в таких областях, как материаловедение, химия, механика, агрономия,

никогда не привлекал такого внимания публики. Статей об этом не встретишь в журнале People. Но история Интернета зачаровала всех.

Доверие — не просто эмоциональное свойство отдельной личности. Это еще и то, во что верят другие, и то, как другие интерпретируют веру третьих. И еще это распространенная модель, объясняющая текущие события, всеобщая концепция происходящих экономических процессов, сформированная СМИ и в ходе частных бесед. Высокий уровень доверия, как правило, ассоциируется с захватывающими дух историями о новых бизнес-проектах и о примерах обогащения. Все значительные бумы на мировых фондовых рынках обычно сопровождаются «историями о новой эре»¹⁰¹. Прошлые всплески экономического доверия невозможно объяснить, не зная подробностей историй, которые им сопутствовали. С течением времени мы забываем эти истории, поэтому не можем понять причины, стоящие за событиями на фондовых рынках и разнообразными макроэкономическими колебаниями.

Истории о наступлении новой эры воздействовали не только на потребление и инвестиции. Они также влияют на то, как люди оценивают свои шансы на удачу в бизнесе, успех будущих предприятий или размер дохода от инвестиций в человеческий капитал.

Эпидемии историй и их влияние на доверие

Можно представить, что истории распространяются в обществе, как эпидемия. Люди заражаются ими, передавая их из уст в уста. Ученые разработали математические модели эпидемий, которые можно применить и к историям, и к распространению доверия¹⁰². Обязательные параметры этих моделей — коэффициент заразности (способность заболевания передаваться от одного человека к другому) и коэффициент устранения (скорость, с которой люди выздоравливают). Обязательные начальные условия — количество заболевших и количество подверженных заболеванию. При наличии этих данных математическая модель может предсказать, как будет проходить эпидемия. При этом сохраняется неопределенность, поскольку различные факторы, такие как мутации вируса, могут со временем изменить коэффициент заражения.

Доверие и недоверие тоже распространяются, подобно болезням. Эпидемия оптимизма и эпидемия пессимизма могут возникать просто из-за того, что у определенных идей изменился коэффициент заразности.

Следующая часть книги

Сейчас мы переходим ко второй части нашей книги, где обратимся к восьми вопросам, позволяющим понять, в чем причина стабильности и как функционирует экономика. На эти вопросы уже есть традиционные банальные – и во многом неверные ответы. Они могут лишь ввести в заблуждение, поскольку не учитывают разнообразие сил, действующих в экономике, многие из которых тем или иным способом связаны с иррациональным началом. Отвечая на эти вопросы, мы представим свои взгляды на экономическую нестабильность, экономические проблемы и стратегию их решения, а также предложим свои рецепты борьбы с нынешним экономическим и финансовым кризисом.

Часть вторая

Восемь вопросов — восемь ответов

Почему экономика впадает в депрессию?

Депрессии – это крайняя степень рецессий, и их изучение позволит нам лучше понять причины экономических спадов. Вопрос об их причинах становится особенно актуальным именно сейчас, в период финансового кризиса, начавшегося в 2008 г.

В этой главе мы рассмотрим две наиболее тяжелые депрессии в американской истории: депрессию 1890-х и Великую депрессию, которая пришлась главным образом на 1930-е. На этих двух конкретных примерах мы покажем, как экономические катаклизмы могут быть сопряжены с иррациональным началом.

Депрессия 1890-х

Понять истоки депрессии 1890-х нам помогут все элементы иррационального начала: кризис доверия, связанный с историями про экономические неудачи, включая истории о росте злоупотреблений за годы, предшествовавшие депрессии; обостренное чувство несправедливости экономической политики; денежная иллюзия, проявившаяся в неспособности понять последствия падения потребительских цен. Таким образом, каждая из глав первой части нашей книги очень важна для понимания этого явления.

Депрессия разразилась после того, как на американской фондовой бирже произошел бум. За семнадцать месяцев с декабря 1890 по май 1892 г. сводный индекс биржевых курсов Standard and Poor's поднялся на 36 % в реальном исчислении, а в течение последующих четырнадцати месяцев (до июля 1893 г.) упал на 27%¹⁰³. В те «веселые» деньки, пока рынок стремился к своему потолку, ничто не предвещало катастрофы – она оказалась полной неожиданностью, не имеющей никаких логических причин.

В первые годы этой депрессии наблюдалось резкое падение оптовых цен. С февраля 1893 по декабрь 1894 г. индекс оптовых цен Уоррена-

Пирсона упал на 18%, после чего стабилизировался. Когда началось падение, работодатели стали говорить о необходимости сокращения зарплат и, несмотря на огромное недовольство, начали массово снижать их¹⁰⁴. Некоторые работники, однако, яростно сопротивлялись, поскольку становились жертвой денежной иллюзии и держались за справедливые, по их мнению, зарплаты. Пресса в 1894 г. писала: «Сегодня прядильщиков Сэнфордской прядильной фабрики известили, что им придется выбирать между сокращением зарплаты и закрытием предприятия в понедельник утром. Они предпочли закрытие, не пожелав работать за сокращенную зарплату»¹⁰⁵. Выбор был сделан сознательно. Суждения о справедливости часто составлялись на основе сравнения с зарплатой, которую получали работники других предприятий, где такого сокращения еще не произошло. Согласно историческим данным (полученным Стэнли Леберготтом), в 1893 г. безработица в США выросла до 11,7%, в 1894 г. достигла пика (18,4%) и не опускалась ниже 10% до 1899 г.¹⁰⁶ По уточненным данным Кристины Ромер, к 1894 г. безработица в США составила 12,3%. достигла пика в 1897 г. (12,4%) и не опускалась ниже 10% до 1899 г.¹⁰⁷ Эти данные свидетельствуют о тяжелом и затяжном характере депрессии. Хотя определенный спад в это же время наблюдался и в ряде других стран, анализировать его можно только через призму событий в США. Эта депрессия была, в первую очередь, американским явлением.

Очевидным «спусковым крючком» данного катаклизма послужила финансовая паника 1893 г. в Соединенных Штатах. Внезапное падение доверия приняло форму «набегов» на банки: люди приходили туда целыми толпами и снимали деньги со счетов, а у банков не хватало средств, чтобы расплатиться с вкладчиками. Они были вынуждены добывать наличность любыми способами и требовать возврата ссуд, выданных предприятиям, поэтому краткосрочные процентные ставки стремительно выросли, а многочисленные компании начали задыхаться¹⁰⁸. В то время в Америке не было Центрального банка, который в критических обстоятельствах мог бы выступить в качестве кредитора последней инстанции.

Но почему произошел набег на банки? Дать этому событию разумное объяснение трудно. В учебниках истории возникновение банковской паники приписывается принятию в 1890 г. Закона о закупках серебра, представлявшего собой план по постепенному расширению выпуска бумажных казначейских обязательств, обеспечен-

ных не только золотом, но и серебром. Поскольку правительство США разрешало выкуп казначейских обязательств как за золото, так и за серебро, а люди, естественно, предпочитали золото, государственный золотой запас стал быстро таять. Но это касалось лишь государственных бумажных денег, а не банковских резервов, обеспечивающих депозиты и банковские билеты. Обозреватель New York Times Альфред Нойес (позже он стал руководителем финансовой редакции газеты) отмечал:

«Паника имеет нерациональную природу; поэтому, хотя в 1893 г. все боялись девальвации казначейских обязательств, вкладчики первым делом устремились изымать эти самые казначейские обязательства из своих банков. Но истинные мотивы вкладчиков отнюдь не связаны с выбором той или иной формы денежного обращения. По своему опыту они знают, что при общем кредитном кризисе первыми, скорее всего, пострадают банки. Многие из них потеряли сбережения из-за банковского краха, вызванного паникой 1873 и 1884 гг. Так что в 1893 г. инстинкт подсказал им: надвигается еще одна финансовая буря, самое время забрать деньги из банка и положить себе в карман. А казначейские обязательства - это практически единственная форма денег, которыми они привыкли пользоваться. Но, когда вкладчики стали изымать наличные из банков, расположенных во внутренних штатах, чей денежный фонд составлял всего 6% от общей суммы вкладов, следовало ожидать, что из «банков-хранителей», расположенных на Восточном побережье, будут затребованы колоссальные суммы»¹⁰⁹.

Важно отметить, что Нойес говорит об инстинкте, породившем панику. Американское правительство не ожидало, что Закон о покупке серебра вызовет банковскую панику. Никаких логических причин тому и не было. Но, когда золотой запас государства стал убывать, у некоторых возникло ощущение, что что-то идет не так, и их доверие тоже стало уменьшаться. Это ощущение переросло в разговоры о панике 1873 и 1884 гг. и оживило в общественной памяти соответствующие истории.

В те времена практически каждый мог припомнить не одну такую историю, и в 1893 г. они вновь начали будоражить воображение общества. Банковская паника вспыхнула как социальная эпидемия:

видя длинные очереди в банках, люди реагировали на страхи других людей, пересказывая друг другу истории о случаях банковской паники прошлого.

Набег на банки привел к хаосу – ближайшему предвестнику экономической депрессии. Ряд ученых – в частности, Уильям Джетт Лаук в 1897 г. и Милтон Фридмен с Анной Шварц в книге «Монетарная история Соединенных Штатов»¹¹⁰ в 1963 г. - высказали предположение, что именно банковская паника и послужила причиной депрессии, многообразной и затяжной.

Однако, помимо того общепризнанного факта, что банковская паника 1893 г. вызвала депрессию, единого мнения о причинах столь резкого и затяжного ее характера не существует. Дуглас Стиплз и Дэвид Уиттен отмечают, что среди экономистов, рассуждающих на тему причин этого явления, нет единого мнения¹¹¹.

Депрессию 1890-х называли и сельскохозяйственной (Гарольд Андервуд Фолкнер), и следствием полного освоения земель на Западе, служивших своеобразным «экономическим клапаном» (Фредерик Джексон Тернер), и результатом завершения строительства национальной сети железных дорог, которое ограничило возможность делать выгодные инвестиции (Джозеф Шумпетер)¹¹². Стиплз и Уиттен не стремятся разобраться в этом запутанном списке сопутствующих факторов; вместо этого они подчеркивают непрекращающуюся классовую борьбу между популистами и представителями бизнеса. Президентские выборы 1896 г., состоявшиеся в самый разгар депрессии, стали кульминацией этой борьбы, обернувшись напряженной дискуссией по вопросу об инфляции. Уильям Дженнигс Брайан, кандидат от демократов, выступал за свободную чеканку серебряных денег, что привело бы к инфляции, выгодной фермерам и другим крупным должникам. Республиканский кандидат Уильям Мак-Кинли выступал за строгий золотой стандарт, выгодный бизнесу. Кандидаты спорили о масштабном перераспределении богатства между различными классами в США.

Важную роль в изменении экономического мышления в тот период сыграла денежная иллюзия. Брайан едва не выиграл выборы 1896 г., утверждая, что рост денежной массы будет выгоден всем – как будто инфляция могла помочь должникам и не нанести ущерба кредиторам. Шумные обвинения в обмане, адресованные Брайану, заставили экономистов впервые осмыслить феномен денежной иллюзии.

В 1895 г., в разгар депрессии, экономист Колумбийского университета Джон Бейтс Кларк опубликовал статью, в которой ввел в обращение термин «реальная процентная ставка», означающий процентную ставку за вычетом инфляции. Этот термин вошел в обиход экономистов и с тех пор стал краеугольным камнем теоретических построений в экономике¹¹³. Кларк весьма настойчиво разъяснял путаницу, связанную с инфляцией, сводя к ней всю дискуссию о биметаллизме. Появление статьи радикальным образом изменило всю экономическую теорию; и хотя сегодня большинство не помнит о депрессии 1890-х, она навсегда изменила наши представления об инфляции.

Яростные споры о биметаллизме — не только во время выборов, но и на протяжении всего последнего десятилетия XIX века — означали, согласно Стиплзу и Уиттену, что «всепроникающее ощущение кризиса и отчаяния заставило усомниться в способности человека к самосовершенствованию¹¹⁴». Такое глубокое осознание кризиса родилось из ощущения беспринципного эгоизма, порочной и несправедливой политики, построенной на обмане.

Когда началась депрессия, газеты стали сообщать о гигантском всплеске злоупотреблений. Chicago Daily Tribune сообщила 1 января 1895 г., что за предыдущий год было допущено рекордное с 1878 г. количество растрат:

«Чтобы понять это, необходимо иметь в виду, что осознание растраты происходит, только когда уже ничего не исправить. Этому предшествует процесс постепенный, как подмывание речного берега. Растрата начинается с того, что человек тайно берет небольшое «заимствование», не допуская и мысли, что не вернет того, что он взял. Обычно взятое вкладывается в некую аферу, сходную с азартной игрой, а то и просто в азартную игру — и теряется. Тогда человек берет больше в надежде вернуть исходную сумму и снова проигрывает, втягиваясь все глубже и глубже. Наконец из-за разгульного образа жизни, почти всегда сопутствующего процессу растраты, он теряет осторожность. Он еще хотел бы сохранить доброе имя, но наступает время, когда у него остается лишь один выбор — возмещение убытков или разоблачение, а так как возместить их невозможно, не «позаимствовав» вновь, очередной проигрыш приводит к краху. В прошлом году бизнес оказался в похожих условиях, способствовавших финалу множества спекуляций, начатых ранее»¹¹⁵.

Социальный историк Карл Деглер сумел документально подтвердить, что общественная атмосфера в США в 1890-х создала небывало враждебные отношения между рабочими и руководством предприятий. Это проявилось в резко возросшем значении профсоюзов и беспрецедентном количестве забастовок. В 1892 г. конфликт по поводу заработной платы на заводе Carnegie Steel Company в Хомстеде, штат Пенсильвания, привел к двенадцатичасовой битве между забастовщиками и отрядом охранников, нанятых компанией в агентстве Пинкертона. Погибли девять забастовщиков и семь пинкертоновских агентов.

Рабочие волнения усиливались, достигнув пика в 1894 г., когда произошло 1 400 забастовок с участием 500 000 рабочих - наивысшее число за весь XIX век. В этом же году забастовка на вагоностроительном заводе Pullman Palace Car Company под Чикаго закончилась боем между рабочими и солдатами, присланными для подавления акции протеста. Погибло двадцать человек, и уничтожено две тысячи вагонов¹¹⁶.

То ощущение несправедливости, ненасытной алчности, эгоизма и неуверенности в будущем можно почувствовать и сегодня. Настроения того времени отразились в знаменитом детском романе «Волшебник страны Оз» Фрэнка Баума, вышедшем в 1900 г. Дорога, мощенная желтым кирпичом, и волшебные серебряные туфельки Дороти (замененные в фильме 1939 г. на рубиновые, поскольку последние эффектнее смотрелись на цветной пленке) были метафорой яростных споров вокруг золотого стандарта и целесообразности свободной чеканки монет из серебра. Маленький народец, жевуны, воплощали несчастный рабочий класс. Злая колдунья — корыстные интересы бизнеса. А сам волшебник — это был, конечно же, самый великий обманщик, т.е. президент США¹¹⁷. Эти и другие образы дошли до нас как символическое свидетельство важности некоторых элементов нашей теории иррационального начала.

Перегретая экономика 1920-х приводит к депрессии 1930-х

Депрессия 1890-х породила массу дискуссий, и в итоге были произведены коррективы, чтобы предотвратить повторение подобных событий. Важнейшей из них стало постановление конгресса об учреждении

Федеральной резервной системы, призванной подавлять банковскую панику. Пресса превозносила это решение как «надежнейшую защиту кредитной системы»¹¹⁸ и как «гарантию от экономических депрессий». Президент Вудро Вильсон после подписания Закона о федеральном резерве 14 декабря 1913 г. в самых восторженных тонах говорил о том, как новый закон стабилизирует экономику, и даже назвал его «конституцией мира»¹¹⁹.

Но в действительности новая система функционировала не так хорошо, как хотелось бы. Во-первых, сразу начался резкий экономический бум — новый орган так и не смог ни объяснить, ни скорректировать его. И дело было вовсе не в том, что банкиры ФРС не знали, что это входит в их обязанности. В 1928 г. председатель Федерального резервного совета Рой Янг, обращаясь к Американской ассоциации банкиров, заявил, что Центральный банк должен «способствовать более гладкой и ровной работе всего механизма, дабы предотвратить перегрев его деталей и возможность взрыва» и что ФРС следует обеспокоиться «чрезмерным ростом кредитного лимита в любой отрасли»¹²⁰. И все же Федеральный резерв не смог обуздать беспрецедентный рост объемов инвестиций в ценные бумаги, и до середины 1928 г. не предпринимал серьезных шагов, чтобы предотвратить этот бум, длившийся к тому времени уже более шести лет.

Отчасти банкиры не могли понять всю опасность перегрева экономики потому, что до 1890-х такие перегревы были значительно менее выраженными. Но есть и другое объяснение.

Бизнесмены и экономисты всегда плохо понимали, что значит перегретая экономика, поскольку, чтобы понять это, нужно знать, что такое иррациональное начало. В популярной прессе это понятие встречается, и в него, похоже, вкладывается серьезный смысл¹²¹. Однако профессиональные экономисты пользуются этим термином редко, и то, как правило, с целью уязвить «популярную» экономику¹²². И в своей книге мы будем использовать термин «перегретая экономика» применительно к ситуации, когда доверие существенно превышает обычный уровень, все большее число людей утрачивают способность скептически смотреть на экономические вопросы и готовы поверить в истории о новом экономическом буме. И тогда безрассудные траты становятся нормой, делаются рискованные, а то и заведомо убыточные инвестиции в недвижимость в расчете на то, что расплачиваться придется

кому-то другому. Благодаря повышенному уровню доверия среди населения и бездействию государственных регуляторов пыльным цветом цветут злоупотребления и недобросовестность. При этом, как правило, об этих злоупотреблениях все узнают лишь постфактум, когда эйфория уже сошла на нет. Зачастую в эти периоды люди испытывают своего рода общественное давление, побуждающее их тратить все больше и больше. Они видят, что так поступают все вокруг, не желают прослыть «тормозами» и не испытывают беспокойства по поводу ненормально высокого уровня потребления, поскольку вокруг же никто не беспокоится.

Обычно экономисты эти факты не замечают. Мы же, опираясь на психологические исследования, кратко изложенные в первой части, и на данные о природе экономических флуктуаций, утверждаем, что все это действительно имеет место. Большинство экономистов академического направления, если попросить их дать определение понятию «перегретый», скажут, что оно описывает период, когда инфляция, измеряемая индексом потребительских цен, растет. Возможно, это и так, но значение данного понятия значительно шире.

Инфляция сама по себе, особенно если она растет, может в конечном счете отрицательно повлиять на экономический климат, подобно тому как граффити и разбитые окна портят облик города. И то и другое идет вразрез с нашими представлениями о цивилизованном обществе и наводит на мысли о том, что в нашей жизни не все в порядке¹²³. Но инфляция — отнюдь не синоним перегрева. К примеру, в 1920-х при колоссально раздутых ценах на акции и землю потребительская инфляция была несущественной.

«Ревущие двадцатые» — это был период мира, веселья, интенсивной светской жизни и значительного экономического процветания. Биржевые курсы показывали беспрецедентный рост по всему миру и достигли пиковых значений в канун всемирного биржевого краха 1929 г., после которого мир погрузился в депрессию. Чтобы понять эти события, мы должны вновь обратиться к нашей теории иррационального начала и ее основным элементам.

Почему возник биржевой бум и в чем была его неизбежность? Объяснять это стремительным ростом доходов компаний в 1920-е неправильно, поскольку сам этот рост был в значительной степени следствием бума, он оказывал стимулирующее воздействие и на потребление, и на производство.

В «Иррациональном изобилии» показано, как идеи, подстегнутые первоначальным ростом фондовых рынков, передаваясь от человека к человеку подобно инфекции, способны привести к нарастанию потока оптимистических историй о том, что наступила новая эра. Ажиотаж инвесторов сам по себе способствует размножению подобных историй¹²⁴.

Именно это, по всей видимости, и произошло в 1920-е. Многие и впрямь поверили, что достигли успеха благодаря собственному финансовому гению, хотя на самом деле им следовало бы понять, что «все сделал рынок». Народ охотно верил историям про выдающихся инвесторов. Одним из них был Сэмюел Инсалл. Позже его бухгалтер вспоминал: «Банкиры звонили ему, как когда-то бакалейщик звонил моей матушке, предлагая «свежайший зеленый салат для миссис Мак-Энроу». Только они спрашивали, не найдет ли мистер Инсалл, куда употребить свежайшие зеленые денежки — каких-нибудь десять миллиончиков?»¹²⁵ Инсалл добился неоспоримого успеха за счет использования кредитных схем. Когда началась депрессия, все эти схемы лопнули, и он разорился.

В книге Эдгара Лоуренса Смита «Обыкновенные акции как долгосрочные инвестиции» (1925) читателю преподносится история о том, что акции всегда были отличным средством извлечения долгосрочной прибыли, но мудрые и прозорливые инвесторы хранят эту тайну от посторонних¹²⁶. Благодаря таким историям люди стали считать себя такими же мудрыми «долгосрочными инвесторами», хотя на самом деле их энтузиазм по поводу акций длился ровно столько, сколько длился рост фондовых рынков. Вот как писал об этом Нойес:

«К 1929 г. казалось, что спекулятивная лихорадка не знает ни географических, ни социальных границ. Были случаи, когда проявление неодобрения или скептицизма даже в светской беседе могло вызвать такое же возмущение, как если бы речь зашла о политических или религиозных разногласиях... И опубликовать в Times статью о несомненных, на мой взгляд, признаках опасности было делом малоприятным во всех отношениях. Подобного рода соображения неизбежно вызывали гневные отповеди в том духе, что автор-де пытается дискредитировать американское процветание или даже воспрепятствовать ему»¹²⁷.

После краха 1929 г. истории резко сменили тональность. Экономике ведущих стран мира впали в глубокую депрессию, и теперь лейтмотивом стали несправедливость, злоупотребления и обман.

Великая депрессия

В отличие от американской депрессии 1890-х, Великая депрессия бушевала по обе стороны Атлантики. В ноябре 1930 г. безработица в США превысила 10%, а в мае 1933 г. достигла пика в 25,6%. В Великобритании десятипроцентный барьер был преодолен тогда же, когда произошел биржевой крах 1929 г., пик (26,6%) был достигнут в январе 1931 г., а ниже 10% этот показатель опустился только в апреле 1937 г. В Германии уровень безработицы превысил 10% в октябре 1929 г., достиг наивысшего показателя (33,7%) в декабре 1930 г. и опустился до 10% только в июне 1935 г. Депрессия не ограничилась Северной Америкой и Европой. Например, в декабре 1928 г. в Австралии был преодолен десятипроцентный барьер безработицы, в сентябре 1931 г. достигнут ее максимум (28,3%), и вплоть до января 1937 г. этот показатель не опускался ниже 10%.

В чем причины Великой депрессии? Как и в предыдущий раз, ее «спусковым крючком» стал финансовый кризис – всемирный биржевой крах 1929 г., в особенности грандиозный обвал 28–29 октября 1929 г., и сопутствующий коллапс банковской сферы. Но опять-таки реальное значение экономического спада невозможно понять только через эти события.

Как явствует из работы Барри Эйхенгрин и Джеффри Сакса, в начале 1930-х депрессия распространялась по миру вследствие крушения золотого стандарта¹²⁸. Столкнувшись с глобальной утратой доверия к деньгам, центробанки могли защитить золотой стандарт только путем резкого увеличения процентных ставок, уничтожая тем самым экономику своих стран. Эйхенгрин и Сакс обнаружили, что страны, дольше всех придерживавшиеся золотого стандарта, пострадали от кризиса в наибольшей степени. Государства, где девальвация произошла раньше других, быстрее начали восстанавливаться – не только по причине более низких процентных ставок, но также из-за конкурентного преимущества, возникшего вследствие снижения курса национальной валюты. И все же многие страны (в первую очередь,

Франция) продолжали сопротивляться девальвации в тщетной попытке сохранить устаревший золотой стандарт. Все это привело к тому, что одномоментный биржевой крах перерос в затяжную депрессию.

Но Великая депрессия не сводится исключительно к этим техническим моментам. Огромную роль здесь сыграло иррациональное начало. Рассмотрим ситуацию с точки зрения справедливости. Как и в 1890-е, депрессия 1930-х обострила чувство несправедливости у участников трудовых отношений и активизировала трудовые конфликты по всему миру. Коммунистические идеи набрали небывалую популярность - интеллектуалы всего мира стали считать коммунизм единственным способом покончить с эксплуатацией трудящихся и с проблемами макроэкономики. Среди предпринимателей нарастало ощущение неуверенности: они боялись, что общественный договор изменится самым непредсказуемым образом.

Первые годы Великой депрессии ознаменовались резкой дефляцией. Индекс потребительских цен в США рухнул на 27% от уровня октября 1929 г. (месяца, когда случился биржевой крах) и достиг нижней точки в марте 1933 г.¹²⁹ (В оставшийся период депрессии потребительские цены незначительно росли.) Дефляция начала 1930-х привела к сокращению прибыли: доходы компаний резко падали, в то время как оплата труда в основном оставалась на том же уровне.

Экономист Энтони О'Брайан установил, что за первые два года депрессии номинальная зарплата почти не менялась. Полученные им данные показывают, что к январю 1931 г. в номинальном выражении зарплата в промышленном производстве снизилась приблизительно на 2%, в то время как потребительские цены упали на 8,1%, а к августу того же года зарплата сократилась всего на 3,5%, тогда как потребительские цены рухнули уже на 12,7%¹³⁰. В 1932 и 1933 гг., когда депрессия усугубилась, зарплата стали сокращать больше, но все равно на протяжении 1930-х уровень оплаты труда в реальном исчислении продолжал расти и к концу десятилетия в реальном исчислении компенсации росли на 20% быстрее, чем в реальном.

Многие высказывались в пользу сокращения зарплат. Например, 18 февраля 1932 г. на открытом собрании избирателей Хартфорда (штат Коннектикут) один из 150 участников задал вопрос: «Если еда и одежда подешевели на 28%, кто пострадает, если оклады государственных служащих уменьшить на 25%»?¹³¹ Это, несомненно, правильный подход. Несомненно, и то, что, если бы город увеличил налоги, чтобы

повысить реальную зарплату, это привело бы к перераспределению средств от налогоплательщиков к госслужащим.

Однако население никогда не воспринимало аргументы в пользу сокращения номинальных зарплат. Вследствие денежной иллюзии люди, пережившие сокращение номинальной (но не реальной) зарплаты, чувствовали себя пострадавшими и старались всячески сопротивляться таким сокращениям. Лидеры профсоюзов не признавали различий между номинальным и реальным сокращением зарплат, поскольку это противоречило бы их интересам. Представление о том, что высокие номинальные зарплаты — это путь к процветанию, распространилось в 1920-х, теперь же оно приобрело еще большую популярность¹³². Американская федерация труда выступила с заявлением, в котором провозглашалось: «Отныне наша цель должна заключаться в повышении зарплат, а не в их сокращении. Только так мы сможем увеличить покупательную способность и способствовать подъему экономики»¹³³.

Довод о том, что для повышения покупательной способности нужно увеличить реальную зарплату, был весьма широко распространен. С ним были согласны и президент Герберт Гувер, и руководители промышленности. Он служил оправданием политической поддержки, оказываемой профсоюзам. Как только дефляция закончилась, аргументы в пользу сокращения номинальных зарплат утратили силу, а желание заручиться поддержкой общества за счет увеличения зарплат окрепло. Эти настроения создали политическую атмосферу, породившую в 1935 г. Закон о трудовых отношениях (закон Вагнера), защищавший интересы наемных работников.

Правительство США принимало и другие меры, отвечающие представлениям масс о справедливости. К примеру, согласившись с тем, что одна из причин экономических проблем — это падение цен, администрация Рузвельта в 1933 г. продавала принятие Закона о восстановлении промышленности (NIRA, National Industrial Recovery Act). Этот закон устанавливал «правила честной конкуренции», что привело к росту как цен, так и зарплат¹³⁴.

Однако, как впоследствии доказал в своей «Общей теории» Кейнс, теоретическая основа для этих решений не выдерживает никакой критики. Экономическая политика сосредоточилась на номинальных зарплатах, поскольку общество было одержимо денежной иллюзией, которая ввела его в заблуждение.

Эта политика совершенно упустила из виду основную проблему: депрессия настолько подорвала доверие, что банки держали при себе мертвым грузом громадные суммы денег, а компании не желали вкладываться в новые проекты, даже несмотря на аномально низкую процентную ставку. В такой ситуации любая политика в отношении номинальных зарплат — будь то их повышение или их понижение — проблему никак не решала¹³⁵. Главной причиной низкого спроса — а следовательно, и низкого уровня занятости — была общая утрата доверия. Одной из причин недостатка доверия, существенно продлившего депрессию, стали опасения за будущее капитализма.

Как заключает экономический историк Роберт Хиггс, «в США многие устрашающие меры Рузвельта, особенно начиная с 1935 г., давали бизнесменам и инвесторам серьезный повод опасаться, что рыночная экономика в своей более или менее традиционной форме может и не выжить и что нельзя полностью исключать и более кардинальных изменений, в том числе возникновения некоторой разновидности коллективистской диктатуры»¹³⁶. Такая обеспокоенность приводила к чрезвычайно низкому уровню инвестиций и замораживала планы компаний по расширению.

Обеспокоенность бизнес-сообщества отражалась в опросах общественного мнения даже в начале 1940-х. В ноябре 1941 г., накануне вступления США во Вторую мировую войну, опрос, проведенный журналом *Fortune*, предлагал руководителям американских компаний описать, какой будет послевоенная экономика. Ответы распределились следующим образом: «Система свободного предпринимательства, во многом сходная с довоенной, с поправками на текущую ситуацию» [7,2%], «Экономическая система, в которой государство будет управлять многими сферами деятельности, ранее находившимися в частных руках, с сохранением возможностей для частного предпринимательства» [52,4%], «Полусоциалистическое общество, в котором почти не останется места для свободного предпринимательства» [36,7%], «Полная экономическая диктатура по типу фашистской или коммунистической» [3,7%]¹³⁷. Более 90 % бизнесменов ожидали той или иной формы радикальной перестройки национальной экономики, чреватой сокращением прибыли от инвестиций. И это, конечно, вполне правдоподобное объяснение тому, что во время депрессии вложения с их стороны были столь незначительны.

Реальные масштабы и глубина спада были обусловлены правительственными постановлениями и порожденным ими кризисом доверия не только со стороны бизнес-сообщества. В 1930-х по миру распространился тяжелейший экономический недуг, который заметили многие современники, но нынешние экономисты в массе своей их наблюдениями пренебрегли: ведь они склонны игнорировать сделанные в прошлом оценки рыночной психологии, которые сегодня невозможно подтвердить научно, и сосредотачиваются на том, что они в состоянии измерить сами.

Вот что говорилось в передовице лондонской Times, подписанной псевдонимом «Каллисфен», озаглавленной «Доверие - наш долг»:

«Отсутствие доверия — тяжелая национальная болезнь. Мы назвали бы ее угрозой и катастрофой, если бы эти слова не обесценились вследствие их неумеренного и неискреннего использования. Ибо невозможно переоценить ущерб, который нация наносит себе отсутствием доверия. Число безработных еженедельно растет, отчасти из-за того, что недоверие мешает создавать или развивать предприятия, способные обеспечить рабочие места. Страна теряет все больше зарубежных рынков, поскольку слишком часто производителям не хватает уверенности, чтобы заняться крупномасштабным производством, необходимым для удержания этих рынков. Доверие, доверие и еще раз доверие — вот что необходимо, чтобы поднять предприятия, по самые уши погрязшие в пучине уныния. Нужно доверие общества, чтобы вдохнуть в эти предприятия новую уверенность в собственных силах. Сегодня совершенно очевидно, что доверие перестало быть просто дополнительной наградой за хорошую работу, но сделалось очевидным и насущным долгом каждого гражданина»¹³⁸.

У нас нет возможности определить, насколько подобные патристические призывы помогли преодолеть депрессию. Зато мы знаем, что, когда британская экономика начала восстанавливаться, улучшение объяснялось в том числе и ими. Уважаемый бизнесмен и крупный чиновник лорд Местон говорил: «Истинный секрет нашего подъема со дна депрессии кроется в том, что мужчины и женщины, посвятившие себя бизнесу, решились заняться делом, для которого они созданы. Это позволило торговле и коммерции не выходить за рамки честности и добропорядочности и сохранить устои британской прямоты и неподкупности»¹³⁹.

Америка выходила из депрессии медленнее. В 1938 г. председатель General Motors Альфред Слоун-младший, говоря о слабости экономики, заметил:

«Почему это произошло? Да просто из-за страха за будущее американского предпринимательства и тех правил, которые определяют его поведение. Иными словами, наши трудности носят скорее политико-экономический, нежели чисто экономический характер. Мне кажется, есть всего один выход: нужно восстановить доверие с помощью прочной основы очевидных фактов и целей – и после этого американский бизнес сможет уверенно развиваться. Разного рода панацеи лишь усугубят недостаток доверия, который существует на данный момент»¹⁴⁰.

Ламон Дюпон, президент химической компании, носящей его имя, сделал сходное утверждение, пересказанное журналисткой Washington Post Анной Янгман:

«Сейчас, отмечает Дюпон, есть неопределенность насчет будущего налогового бремени, стоимости трудовых ресурсов, политики государственных расходов, законодательных ограничений в той или иной отрасли – всего того, что отражается на прогнозе прибылей и убытков. Именно этой неопределенностью, а не каким-то укоренившимся антагонизмом по отношению к политике государства, и объясняется нынешний паралич производства. Именно эта неопределенность заставляет некоторых сомневаться, хватит ли у промышленности сил выйти из сегодняшней депрессии столь же эффективно, как это получалось раньше»¹⁴¹.

Доверие в ходе Великой депрессии сократилось так сильно, что проблемы продолжались целое десятилетие. Его уровень не восстанавливался до тех пор, пока Вторая мировая война самым решительным образом не поменяла ключевую историю, благодаря чему экономика преобразилась¹⁴².

Итог истории про депрессию

Как видим, две самых глубоких депрессии в истории США повлияли на уровень экономического доверия, готовность переступить границы дозволенного в погоне за прибылью, распространение денежной иллюзии и по-

нимание экономической справедливости. Депрессии были теснейшим образом связаны с этими факторами, почти не поддающимися измерению.

Может показаться, что времена депрессий давно прошли и что наши экономические институты с тех пор настолько усовершенствовались, что ничего подобного не допустят. В период обеих депрессий происходили массовые набеги на банки, что сейчас представляется делом прошлого — ведь еще в 1930-е была учреждена всесторонняя система страхования банковских вкладов. К тому же первая из этих депрессий произошла еще до того, как в США появился свой Центробанк — Федеральная резервная система; а со времен второй депрессии знаний о том, как он должен функционировать, стало существенно больше.

С другой стороны, кризис высокорисковой ипотеки может считаться прямым следствием недостатков современной системы страхования вкладов. С начала 1990-х в США интенсивно развивался теневой банковский сектор в виде кредиторов, финансировавших свою деятельность за счет выпуска ценных бумаг, на которые гарантии этой системы не распространялись. Более того, даже ФРС, в том виде, в каком она существовала в начале 2007 г., не сумела предотвратить процессы, подозрительно похожие на набеги на банки, когда финансовые учреждения начали рушиться одно за другим. В ответ пришлось реформировать ФРС, вооружая ее новыми кредитными механизмами, позволившими ей выйти далеко за пределы своей традиционной вотчины — депозитарных учреждений.

Растущая сложность нашей финансовой системы не позволяет экономическим институтам, таким как страховщики вкладов или центробанки, опережать все финансовые нововведения.

Сегодня центробанки озабочены дефляцией, и едва ли они ее допустят. Но отнюдь не факт, что они смогут вовсе остановить ее — вспомним дефляцию в Японии конца 1990-х и начала 2000-х. Если бы сегодня случилась дефляция, отреагировали бы мы на сокращения номинальной зарплаты более сдержанно и просвещенно, чем в 1930-е? Едва ли.

Многие из этих событий прошлого порождены самой человеческой природой, влияние которой столь же велико, как и прежде. Люди все так же озабочены справедливостью, все так же подвержены искушению злоупотреблений, все так же возмущаются, когда чьи-то грязные делишки вышлывают на поверхность, все так же сбиты с толку инфляцией, все так же склонны мыслить категориями бессмысленных историй, а не экономической реальности. События, подобные двум депрессиям, описанным нами в этой главе, нельзя считать «делами давно минувших дней».

Почему (в той мере, в какой им это удастся) центробанки имеют власть над экономикой?

Теперь мы подошли к центральной главе нашей книги - во всяком случае, центральной для темы мировой экономики, рассматриваемой здесь. Мы хотим понять, каким образом центральные банки влияют на экономику. Уточнение в скобках в названии главы объясняется тем, что бывают времена, когда стандартные навязанные сверху схемы не срабатывают. К сожалению, именно в такие периоды, т.е. когда происходит рецессия, такой контроль остро необходим.

В предыдущих главах мы рассказали о человеческих слабостях, которые могут привести к экономическим спадам. Исправлять возникшую вследствие этих особенностей нашей психологии ситуацию должен центральный банк. В состоянии ли он управлять чем-то настолько крупным, как макроэкономика?

Действительно, Центробанк многие считают просто хранителем денежной массы. И эта денежная масса очень невелика: в 2008 г. в США объем денежного агрегата M1 — то есть наличности, чеков и вкладов до востребования - составлял всего \$1,4 триллиона, из которых на долю наличности приходилось \$800 миллиардов¹⁴⁴. При этом значительная часть наличности хранится у сравнительно небольшого числа держателей, нередко за границей, у большинства же из нас в каждый конкретный момент имеется только несколько купюр в кошельке или бумажнике. Как же, в таком случае, наличность может влиять на экономику? Другой компонент денежной массы — вклады до востребования и другие чековые депозиты составили в 2008 г. всего около \$600 миллиардов, т.е. около 1% от всего национального богатства. Разве может ФРС, управляя такими суммами, решить все проблемы, обозначенные выше в этой книге?

Не может! Когда налицо снижение уровня доверия, а бизнес и потребители не хотят тратить лишние деньги, обычная денежная политика оказывается неэффективной.

Расхожая история про власть Центробанка

Хотим сразу предупредить: сами мы относимся к общепринятой истории о том, как денежная масса позволяет Центробанку регулировать экономику, как к полуправде, хотя она и вызывает у нас сочувствие. У нас есть своя история про то, как Центробанк может эффективно влиять на ситуацию — а ведь именно это необходимо в кризисные времена, подобные нынешним. Мы расскажем ее позже.

Согласно расхожей истории, есть два основных приема, позволяющих Центробанку (мы будем использовать пример ФРС) регулировать денежный объем и влиять на макроэкономическую ситуацию. Акцент в ней делается на так называемые «операции на открытом рынке». Как известно, ФРС располагает большим портфелем (приблизительно в \$500 миллиардов) государственных облигаций¹⁴⁵, которые она либо покупает, либо продает. Приобретая облигации, ФРС платит за них из своего резервного фонда. За счет этого появляется возможность либо сокращать, либо увеличивать объем денежной массы на рынке в целом — и тем самым влиять на процентные ставки, не сосредотачиваясь на какой-либо конкретной отрасли экономики. Теоретики очень любят выстраивать свои модели вокруг процентной ставки, которую называют «ценой времени» и считают фундаментальным понятием¹⁴⁶.

Второй способ состоит в том, что ФРС может расширять кредитование, выдавая займы под залог банкам, оказавшимся в трудной ситуации, или ограничивать их выдачу. Этот способ называется «переучетной операцией», или «кредитованием через дисконтное окно». Он также влияет на объем резервов и объем денежной массы. В нормальное время переучет - это второстепенная функция. Как правило, ФРС взимает комиссию за подобное кредитование, поэтому банки пользуются дисконтным окном весьма умеренно. Большая разница между операциями на открытом рынке и переучетом состоит в том, что во втором случае деньги направляются тем учреждениям, которые в них действительно нуждаются, а не вбрасываются в экономику в целом. В спокойные времена операции на открытом рынке служат основным методом вмешательства ФРС в экономику. Но именно второй метод имеет наибольшее значение. Он предназначен для борьбы с системным кризисом за счет выделения денег непосредственно в проблемные учреждения.

Согласно традиционным экономическим представлениям, носителем которых выступает, как правило, академическая наука, ФРС вы-

полняет свою основную функцию через операции на открытом рынке. Согласно этой истории, такие операции через изменение объема денежной массы и размера процентных ставок влияют на всю экономику.

Спрос и предложение – ключевые понятия экономической теории, которые часто фигурируют в историях экономистов. В рассматриваемой нами истории эти понятия представлены под видом баланса спроса и предложения текущих счетов. Предложение колеблется пропорционально изменению объема средств, находящихся в федеральных резервных банках. Спрос на текущие счета зависит от того, насколько они востребованы для проведения расчетов. По представлениям экономистов, объем таких расчетов (а значит и спрос на текущие счета) пропорционален доходу. Чем больше доход, тем больше потребность в расчетах – как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. Следовательно, и количество вкладов до востребования будет, в свою очередь, примерно пропорционально доходу.

Подобно спросу на любые другие товары, востребованность этих счетов зависит не только от дохода, но и от цены на них. В данном случае это «цена владения текущим счетом». Согласно любимой экономистами истории, люди периодически спрашивают себя: а не достаточно ли у меня денег на текущем счету? нет ли переизбытка? Если денег слишком много, они начинают покупать ценные бумаги или что-то еще и уменьшают свои текущие счета. А если слишком мало, стараются занять или воздержаться от расходов, чтобы увеличить свой баланс. Частота, с которой они задаются этими вопросами, зависит от стоимости владения счетами. Она равна сумме, которую можно было бы получить, если бы эти деньги они вложили не в банк, а во что-то еще. А процентная ставка – альтернативная стоимость владения этими деньгами. Это «цена», которую платят за обладание этими средствами.

История, конечно, очень складная, и она лежит в основе общепринятой теории определения процентной ставки. Считается, что спрос на деньги зависит от уровня дохода и от процентной ставки. В настоящее время, особенно в краткосрочном плане, этот спрос совершенно нечувствителен к процентной ставке (экономисты сказали бы, что такой спрос «неэластичен по цене»). Дело в том, что деньги на текущем счету необходимы, чтобы проводить расчеты, но, как правило, общие издержки такого хранения составляют очень незначительную (порой даже незаметную) часть бюджета обладателей счетов. Для

них проценты не имеют большого значения; мало кто тщательно отслеживает свои счета, поскольку проценты не сильно влияют на бюджеты (разумеется, если ставки не слишком высоки). Поэтому естественно предположить, что в краткосрочном плане суммы, которые люди держат на своих текущих счетах, относительно нечувствительны к процентной ставке¹⁴⁷.

Говоря метафорически, текущие счета подобны соли. Этот продукт необходим, а его цена составляет крайне незначительную часть бюджета потребителей. Людям нужны деньги на текущих счетах, поскольку им нужно производить всевозможные расчеты. Но, как и в случае с солью, цена держания текущего счета составляет очень небольшую часть их бюджета. Поэтому на нее (то есть на банковский процент) обращают сравнительно мало внимания. Спрос мало эластичен по отношению к процентной ставке.

Согласно этой истории, столь дорогой многим экономистам, небольшие изменения в предложении количества соли существенно изменят цену на нее. А чтобы люди стали больше или меньше потреблять этот продукт, нужно изменить ее цену, и существенно. Аналогично, небольшое изменение количества вкладов до востребования должно значительно изменить стоимость владения ими и альтернативную стоимость, то есть процентную ставку. Потому что особенно в краткосрочной перспективе большинство продолжают заниматься своими обычными делами и не изменят порядок, в котором отслеживают свои банковские счета, даже если процентная ставка существенно вырастет или сократится. Нужны очень большие колебания этой цены, чтобы хотя бы немного изменился уровень спроса на вклады.

Вот, собственно, почти все про расхожую историю экономистов о том, почему центробанки могут влиять на экономику. Мы рассказали о том, как небольшое, на первый взгляд, количество соли (объем денежной массы) может существенно влиять на цену соли (процентную ставку). Но важно понять, почему цена соли имеет столь большое значение. Ведь никого кроме производителей она не интересует. Экономике в целом этот показатель более или менее безразличен.

Экономисты заканчивают эту историю словами о том, что цена размещения средств на текущих счетах, то есть процентная ставка, имеет большое значение — не обязательно для самих вкладчиков, но для экономики в целом. Текущая стоимость активов чувствительна к процентной ставке, используемой для дисконтирования будущих до-

ходов. Считается, что небольшие изменения балансов текущих счетов вызывают очень большие колебания процентной ставки и, следовательно, цены всех активов. А стоимость этих активов в США около \$50 триллионов. Так что изменение их цены может иметь серьезные последствия.

Именно вот так мы интерпретируем расхожую историю экономистов. Изменение предложения вкладов до востребования влияет на процентную ставку, что приводит к колебанию цены всех прочих активов и изменению уровня доходов. Высокая стоимость активов стимулирует доход множеством разных способов. Прогуляйтесь по своему району. Например, у нас, в Беркли и Нью-Хэйвене, еще каких-нибудь год-полтора назад на участках, которые должны были вечно оставаться пустырем, вдруг начинал расти новый дом, а изрядно запущенные дома и строения внезапно стали интенсивно ремонтировать. Это лишь самый обыденный пример того, как высокие цены на имущество повсеместно стимулируют строительство и экономику в целом.

Недостатки этой расхожей теории

Существует, однако, горстка экономистов, включая нас, которые не во всем согласны с вышеизложенной схемой. Мы считаем, что за ее рамками осталась ситуация, когда люди с небольшим количеством сбережений на текущих счетах находят возможность осуществлять платежи, минуя эти счета. (Всегда можно воспользоваться кредитной картой или другим видом торгового займа. В этом случае платежи с текущего счета могут быть непропорциональны доходам.) Впрочем, даже если принять эту альтернативную точку зрения — она получила название теории ссудного капитала, — это мало меняет вывод о том, что в нормальное время действия ФРС сильно влияют на экономику, поскольку деньги подобны соли¹⁴⁸.

Этот альтернативный взгляд предполагает, что к вопросу своих платежей люди подходят гибко, и сумма денег на их текущем счету не служит серьезным ограничителем при покупках или продажах. Из этой же теории следует: когда ФРС, например, решает купить облигации, у банков окажется больше резервов и они смогут выдать больше кредитов. В Банках федерального резерва соотношение де-

позитов к резервам составляет, как правило, 10%¹⁴⁹. Это означает, что увеличение кредитных резервов на \$30 миллиардов — капля в море всей американской экономики — позволит повысить объем вкладов до востребования на \$300 миллиардов, а это приблизительно 2% ВВП. А в результате банки увеличат свои не имеющие отношения к резервам активы на 90% от этой суммы. Кроме того, снизится процентная ставка, что напрямую увеличит потребительские траты, так как люди будут брать у банков больше кредитов и тратить больше денег.

Существует и второй канал, позволяющий ФРС активизировать покупки и продажи. Сокращение процентных ставок, вызванное покупкой облигаций, увеличивает стоимость принадлежащих людям активов. Почувствовав себя богаче, такие люди начинают больше тратить — как на себя, так и на свое будущее.

Ограниченная эффективность операций на открытом рынке

Обычно ФРС торгует надежными краткосрочными облигациями (казначейскими векселями), хотя может также торговать и государственными ценными бумагами с более длительными сроками погашения. А операции на открытом рынке напрямую влияют на процентные ставки по инструментам, которыми она торгует, то есть по краткосрочным безрисковым облигациям. Их ставки, в свою очередь, влияют на долгосрочные ставки. Но, когда во время рецессии ФРС хочет снизить процентные ставки, она сталкивается с пределом эффективности операций на открытом рынке. Ведь на практике нельзя опустить краткосрочные ставки ниже нуля. Очевидно, никто в этом случае не захочет держать казначейские векселя. Вместо этого люди предпочтут наличность. В результате, как только операции на открытом рынке опустят краткосрочную процентную ставку до нуля, пространство для дальнейшего маневра исчезнет. Новые покупки казначейских векселей не смогут опустить процентную ставку еще ниже.

Когда эти ставки снизились до нуля, традиционная денежная политика достигает своего предела. Эффективной здесь может оказаться принципиально иная стратегия. Рассмотрим ее поподробнее.

Альтернативный подход к возможностям Центробанка

Предотвращать экономические кризисы ФРС может и без операций на открытом рынке - и именно ради этого она, собственно, и была когда-то учреждена. Давайте по-новому взглянем на возможности Центробанка, имеющие системный эффект и связанные с иррациональным началом.

Операции на открытом рынке, возможно, и стали обыденным способом контроля экономики со стороны ФРС. Но ФРС изначально создавалась не для этого. Возникший в 1913 г. по подобию европейских центробанков федеральный резерв как основной инструмент должен был использовать прямое кредитование во время кризиса, когда существует особая потребность в ликвидности. Предполагалось, что ФРС будет противодействовать системным сбоям – распространению кризиса с одной отрасли на другие.

На протяжении всего XIX века в мире не раз возникала банковская паника. Вкладчики выстраивались в очереди перед своими банками, опасаясь, чтобы деньги не закончились на том, кто стоит впереди. Такие набеги были чрезвычайно заразны. Слух о том, что один банк не смог выполнить обязательств перед клиентами, побуждал вкладчиков других банков тоже массово забирать свои средства. Даже совершенно платежеспособные банковские учреждения могли и не справиться со своими обязательствами в таких условиях. И в самом деле, когда от страха люди разом бросаются опустошать свои счета, наличности на всех может и не хватить.

Банковская паника 1907 г. стала для всех последней каплей. Опять повторилась старая схема: в октябре нью-йоркский Knickerbocker Trust приостановил выдачу наличности. Это положило начало массовому изъятию средств из остальных кредитных учреждений. Свои депозиты в Knickerbocker и других нью-йоркских банках держали кредиторы с периферии. Когда Knickerbocker перестал выдавать наличные, набегам подверглись все банки – и на периферии, и в Нью-Йорке, где провинциальные банки старались обналичить свои депозиты. Возникший в результате этой паники коммерческий сбой вызвал резкое сокращение производства. С 1907 по 1908 г. объем реального производства сократился на 11%¹⁵⁰.

В 1908 г. Нельсон Уилмарт Олдрич, известный сенатор-республиканец от штата Род-Айленд и тесть Джона Рокфеллера-младшего,

был назначен председателем Национальной комиссии по вопросам монетарной политики. После этого почти на два года он отправился в Европу, чтобы изучить, как там действуют центральные банки. По возвращении Олдрич с четырьмя ведущими нью-йоркскими банкирами в обстановке глубокой секретности на неделю уединился на острове Джекил, неподалеку от побережья Джорджии. Там они выработали план, который после соответствующих поправок положил начало созданию Федеральной резервной системы, главной задачей которой было предотвращение утечки депозитов. ФРС получила полномочия выдавать кредиты (отсюда «дисконтное окно»), а также предоставлять наличность банкам, нуждавшимся в ней, особенно в периоды паники. В 1913 г., когда ФРС начала свою работу, положение о «гибкой валюте» считалось ее главным нововведением¹⁵¹. ФРС выступала кредитором последней инстанции, предоставляя заем в тех случаях, когда никто иной не мог его предоставить.

Отметим, что изначальная мотивация для введения этой «гибкой валюты» через ФРС была напрямую связана с доверием и его противоположностью – паникой. Эти понятия часто всплывали в обсуждениях реформ после паники 1907 г. В 1908 г., выступая в Сенате, сенатор от Массачусетса Генри Кэбот Лодж сказал: «Во время паники нам не хватало не наличности, а доверия, как всегда бывает в подобных случаях»¹⁵².

Вот как характеризовала ситуацию газета *Washington Post* в своей передовой статье, опубликованной в 1911 г., когда Нельсон Олдрич еще только создавал центральный банк: «Прежде всего нам необходима некая централизующая организация, чтобы любой надвигающийся кризис можно было одолеть совместными усилиями - и не допустить повторения ситуации, когда каждый банк или каждая ассоциация местных банков спешит защититься, тем самым ускоряя и усиливая панику. Так было в 1907 г., когда деморализующим фактором стало именно недоверие банков друг к другу»¹⁵³. Фактически, учреждение ФРС после многолетних разговоров на эту тему произошло в ожидании очередной паники. В начале 1913 г. член Палаты представителей от Вирджинии Картер Гласс заявил: «Есть симптомы, которые не должны остаться незамеченными... Было бы величайшим безрассудством откладывать решительные действия до того момента, когда неизбежная паника не принудит нас к ним»¹⁵⁴.

Само слово «паника» несет большую психологическую нагрузку. Члены комитета ФРС по операциям на открытом рынке инстинктив-

но чувствуют это: вспомните их осторожные высказывания во время финансовых кризисов. С самого начала ФРС была организацией, призванной принимать решительные меры в моменты, когда уровень доверия рискует обрушиться.

Изменчивая проблема

ФРС, а в дальнейшем и Федеральная корпорация по страхованию вкладов (FDIC), - это разумное решение проблемы ликвидности, способной привести к панике в банковском секторе. Более того, подобного рода кризисы долгое время казались изжитыми явлениями, так что большинство экономистов, вплоть до самых недавних событий, считали эту проблему решенной.

Чтобы сбой в работе обычных кредитных учреждений не привел к системному кризису, существует четыре «линии обороны». Во-первых, за ними ведется надзор — хотя, как мы имели несчастье убедиться, этот надзор не слишком надежен. Во-вторых, эти учреждения через дисконтное окно ФРС гарантированно получают наличные в случае паники (но не в случае банкротства). В-третьих, средства индивидуальных вкладчиков на сумму до \$250 000 застрахованы FDIC. Наконец, если все три линии обороны будут прорваны, FDIC может провести в банке санацию. Надо подчеркнуть, что эта функция FDIC может считаться важнейшим государственным инструментом борьбы с паникой, поскольку корпорация распоряжается активами банка по своему собственному графику.

Но система просчитанных, частично взаимозаменяющих мер распространяется не на все кредитные учреждения. На протяжении XX века, и в особенности в начале нынешнего века, формировалась новая, «теневая» банковская система.

Такие «учреждения с функциями коммерческого банка» — это инвестиционные банки, банковские холдинговые компании и хедж-фонды, занимающиеся практически тем же, что и обычные банки. Они берут краткосрочные займы — что характерно, большая часть таких займов поступает от банков или банковских холдинговых компаний, а потом инвестирует полученные деньги.

Эти организации тоже могут подвергнуться набегам, как и традиционные банки. Более того, подобное «бегство в тихую гавань» может

принять системный характер, когда все рванутся к дверям одновременно. Опасения кредиторов в том, что их же депозиторы обратятся к ним за средствами, делают положение последних особенно неустойчивым, что способствует сокращению объема фондов, доступных «небанковским банкам», и поднимает процент, который они должны заплатить за те средства, которые им удастся занять. Они могут быть полностью платежеспособными до начала «бегства в наличность», но в случае кризиса ликвидности будут не в состоянии позволить себе более высокие процентные ставки, необходимые для продолжения заимствований¹⁵⁵.

Bear Sterns и Long Term Capital Management

Взаимодействие ФРС с Bear Sterns в 2008 г. и с Long Term Capital Management (LTCM) в 1998 г. говорит о внимании, с которым ФРС относится к теневой банковской системе и к возможности того, что проблемы этих учреждений могут привести к финансовой панике.

В один из понедельников марта 2008 г. утром все в полнейшем изумлении обнаружили, что за выходные Bear Sterns, крупнейший инвестиционный банк, слился с JPMorgan Chase, и при этом цена за акцию оказалась бросовой — всего \$2. По словам одного известного юриста с Уолл-стрит, «это было все равно, что проснуться летом и увидеть землю, покрытую снегом»¹⁵⁶. В этой сделке ФРС выступила в качестве «акушера»; она выделила JPMorgan кредитную линию в \$30 миллиардов под финансовое поручительство Bear Sterns¹⁵⁷. Экономические обозреватели были в одинаковой мере удивлены и коллапсом Bear Sterns, и ролью ФРС в этой сделке.

В 2008 г. председатель ФРС Бен Бернанке в сенатском комитете по банкам, жилищному и городскому хозяйству высказал свои опасения по поводу возможных последствий краха Bear Sterns:

«Наша финансовая система чрезвычайно сложна, а Bear Sterns является активным участником ряда жизненно важных рынков. Внезапный крах этой компании мог бы привести к неконтролируемому их обвалу и серьезным образом подорвать уровень доверия. Крах компании мог бы также поставить под сомнение финансовое положение некоторых из тысяч контрагентов Bear Sterns и, возможно, компаний, занятых аналогичным бизнесом. Учитывая беспрецедент-

ное давление на мировую экономику и финансовую систему, ущерб, вызванный дефолтом Bear Sterns, был бы громадным и практически невозполнимым»¹⁵⁸.

История создания ФРС и предназначение дисконтного окна объясняют, почему американское правительство поддержало эту сделку. Бен Бернанке, один из крупнейших специалистов в истории финансовых кризисов, хорошо разбирается в том, зачем эта организация была создана. Он был обеспокоен тем, что крах Bear Sterns приведет к кризису ликвидности.

Если кредитоспособность Bear Sterns оказалась бы под вопросом, кто согласился бы кредитовать кредиторов этой организации? В точности такая ситуация возникла столетием раньше, когда обрушился Knickerboker Trust. Когда этот банк лопнул, кто согласился бы поверить, что его кредиторы – в особенности все эти провинциальные банки с их депозитами – смогут вернуть свои долги? Началась цепная реакция.

Десять лет назад произошел похожий случай. И тогда на выручку в последний момент пришла ФРС. Учреждением, оказавшимся в беде, на сей раз был не инвестиционный банк, а хедж-фонд, основанный в 1994 г. финансовой группой, отколовшейся от Salomon Brothers – Long Term Capital Management. Ее создатели оценивали риски в соответствии с финансовыми теориями Майрона Скоулза и Роберта Мертона, которые три года спустя поделят между собой Нобелевскую премию по экономике за «новый метод определения стоимости деривативов». Благодаря безупречной репутации своих консультантов компания сумела не только собрать капитал в \$1,25 миллиарда, но и весьма опрометчиво получила карт-бланш на заимствования у крупнейших банков Уолл-стрит.

Поначалу LTCM сопутствовал успех, как и предполагал ее проспект эмиссии. Базовая стратегия компании, в основном построенная на регрессионном анализе и теории опционов, была довольно проста. Будущая динамика опционов определялась их движением в прошлом. На большом объеме сопоставимых сделок спреда должны были сходиться к своим средним историческим значениям. Если эти спреды велики, они должны были сокращаться, если малы – расти. Такого рода ставки казались почти беспроигрышными.

В первые годы существования Long Term Capital Management так оно и было. Однажды нам довелось встретиться с одним из партне-

ров фонда на приеме в Вашингтоне. На вопрос, как идут дела, он с ухмылкой ответил, что получает больше, чем в правительстве, где он работал до того. К 1997 г. капитал Long Term Capital Management благодаря прибыли и притоку новых клиентов вырос до \$7 миллиардов. Прибыль составила \$2,1 миллиарда.

Но гордыня предшествует падению. В 1998 г. стратегия Long Term Capital Management дала сбой. Если в предшествующие годы рынок послушно следовал априорным эконометрическим оценкам и спреда почти всегда сходились к средним историческим величинам, в 1998 г. случился финансовый кризис в России и Азии и, вместо схождения, рыночные спреды стали демонстрировать расхождение. LTCM начала впадать в нервозность. Все кредиты, выделенные банками Уолл-стрит под финансовые операции, превратились из активов в пассивы. К августу крах компании казался вполне возможным. К середине сентября банкротство Long Term Capital Management - с более чем \$100 миллиардами заимствованных средств и ставками на деривативы с номинальной стоимостью, намного превышающей эту сумму, — казалось практически неизбежным. Оно произошло бы, если бы в цепочке платежей случился разрыв, пока суд по делам о банкротстве разбирался, кто кому и сколько должен.

В этот момент вмешалась ФРС. В конференц-зале Федерального резервного банка в Нью-Йорке было созвано чрезвычайное заседание титанов Уолл-стрит, результатом которого стало соглашение: ведущие кредитные учреждения создадут для Long Term Capital Management пул объемом \$3,65 миллиарда, за что получают 90% акций партнеров фонда¹⁵⁹.

В ситуации с Bear Sterns и Long Term Capital Management ФРС выступила в роли банкира последней инстанции, чтобы не допустить системного сбоя в результате кризиса ликвидности. В обоих случаях благодаря ее героическим усилиям кризис был предотвращен. Но, как оказалось, это были лишь первые сигналы тревоги, предвещавшие будущие катаклизмы.

А потом 15 сентября 2008 г. о банкротстве и просьбе защитить ее от кредиторов объявила компания Lehman Brothers. И ФРС, и правительству пришлось по-новому вмешиваться в экономику. Речь уже не идет о том, чтобы спасти какое-то одно учреждение, которое может стать первой падающей костяшкой домино в ряду

многих. Теперь центробанки и правительства всех стран пытаются спасти свою экономику, а значит и экономику всего мира.

Концепция иррационального начала и проведенный здесь анализ возможностей центральных банков, особенно в период кризиса, дают более полное представление о причинах нынешнего спада, а также указывают на то, что следует предпринять сейчас. В послесловии к этой главе мы обратимся к конкретным рецептам выхода из кризиса.

Нынешний финансовый кризис: что делать?

Наша теория - в особенности та, что затрагивает денежную политику и полномочия центрального банка, — может быть применена в нынешнем экономическом кризисе. Рецепт для лечения большинства экономических спадов — нечто вроде «две таблетки аспирина и немного полежать» — это сокращение процентных ставок (т.е. опора на стандартную денежную политику) и ослабление бюджетной политики в виде либо дополнительных расходов, либо, что более вероятно, политически популярного сокращения налогов. Но на сей раз этого недостаточно.

Нынешняя рецессия не похожа на предыдущие. Она связана не только с низким спросом и мало обусловлена высокими ценами на энергоносители, хотя цены на нефть летом 2008 г. находились на чрезвычайно высоком уровне. Главной угрозой сегодняшней экономике оказался кредитный дефицит. Будет крайне сложно добиться полной занятости, если кредит находится значительно ниже своего нормального уровня¹⁶⁰.

Проблемы в финансовом секторе возникали и раньше. Например, как было описано в главе 3, в 1980-х в СИТА произошел массовый крах ссудно-сберегательных ассоциаций. Их санация обошлась в \$140 миллиардов - колоссальные деньги, особенно если их потратить впустую. Но и эта огромная сумма составила всего около 2% от ВВП на тот период¹⁶¹. Крах США не оказал существенного воздействия на макроэкономику.

Нынешний кризис, напротив, оказался всеобъемлющим. Он охватил всю экономику. И дело тут не только в тех, кто купил дома, которые заведомо им не по карману. Дело в штате Калифорния, объявившем, что он больше не может прибегать к заимствованиям; дело в скоропостижной кончине инвестиционных компаний по всему миру — компаний, которые, казалось, будут жить вечно; дело в потребителях, которые не хотят покупать автомобиль, а если и хотят, то не имеют

возможности получить на это кредит. Кризис отразился даже на наших почтовых ящиках — мы заметили, что с недавнего времени стали получать намного меньше предложений завести кредитную карту «с исключительно выгодными условиями специально для вас». На случай, если у кого-то возникнет сомнение, а не является ли дефицит кредита всего лишь очередной историей, у каждого экономиста есть свой любимый индикатор этого кризиса.

Наш индикатор называется «количество коммерческих бумаг в обращении». С третьего квартала 2007 г. по третий квартал 2008 г. номинальный (без учета инфляции) ВВП вырос на 3,4%. При нормальном ходе событий объем коммерческих бумаг в обращении тоже должен был вырасти - хотя бы незначительно. Однако этого не произошло. Согласно официальной статистике ФРС, этот объем даже сократился более чем на 25% (с \$2,19 триллионов до \$1,58 триллиона)¹⁶². Особенно сильно — более чем на 40% (от максимума в \$1,21 триллиона до \$725 миллиардов) — рухнули коммерческие бумаги, обеспеченные активами¹⁶³. Коммерческие бумаги — наш любимый индикатор, поскольку они выступают как важнейший и общепризнанный механизм финансирования оборотного капитала. Это те деньги, которые нужны компаниям, чтобы оплачивать труд своих работников и услуги поставщиков. Хотя они не единственный источник текущего финансирования, но если их объем снижается на целых 25%, в то время как активность компаний остается примерно на прежнем уровне, значит, что-то идет не так: определенно имеет место дефицит кредита.

В предыдущих главах мы объясняли, почему начался этот дефицит. Изменилась старая система финансирования. В старину, как правило, кто выпускал займы, тот и держал их в своих портфелях. Но затем адепты «новой финансовой волны» открыли массу способов «пакетировать» (секьюритизировать) эти займы, а затем реализовывать образовавшиеся в ходе таких операций ценные бумаги «в нарезку». Еще большей остроты в получившуюся финансовую похлебку добавили экзотические деривативы. Эти финансовые продукты даже не нужно было обеспечивать активами: они представляли собой обещание заплатить, если что-то произойдет. Уповав на загадочную финансовую алхимию, инвесторы хитроумно комбинировали эти продукты, полагая, что тем самым смогут изгнать возможные риски, как изгоняют злых духов. Весной 2007 г., непосредственно перед тем, как финан-

совые рынки стали замечать, что что-то идет не так, премии за риск достигли исторического минимума.

История тех «шустрых» лет гласит, что все эти секьюритизации и деривативы представляют собой не что иное, как «управление рисками». Действительно, отчасти это верно. Но в дальнейшем эта история зазвучала по-другому.

Согласно рассказанной нами в предыдущих главах истории, секьюритизация и экзотические деривативы — это лишь новомодные способы торговли «чудодейственным эликсиром». И по мере того, как эта новая история про сущность Уолл-стрит и ее товаров вытесняла старую, жизнь финансовых рынков стала угасать. Спрос на экзотический товар рухнул, начался дефицит кредита.

Он возник по трем причинам. Первая и самая очевидная — коллапс сложившейся системы финансирования. Те, кто выпускал займы (например, ипотечные), больше не могли рассчитывать на то, что сумеют трансформировать их в ценные бумаги и продать ничего не подозревающим третьим лицам. Теперь, собираясь выпускать займы, надо было либо обеспечить их сверхнадежность, чтобы продать, либо оставить их в своей собственности¹⁶⁴.

Вторая причина кредитного дефицита заключалась во взаимосвязи между снижением рыночной стоимости капитала и леввериджем (соотношением между заемными и собственными средствами в структуре капитала — прим. перев.). Многие учреждения, державшие займы или выпускавшие их - депозитарные и инвестиционные банки, банковские холдинговые компании, — сами инвестировали в новые финансовые продукты, а для этого активно использовали кредиты. Теперь, с появлением новой истории и крушением доверия, их активы потеряли в цене. Каждый доллар, потерянный на этих активах, означал потерю доллара капитала. Это не только подталкивало их к банкротству, но и увеличивало левверидж¹⁶⁵. Таким учреждениям приходилось выбирать из трех вариантов: увеличить отношение заемных средств к собственному капиталу, сократить выдачу собственных займов или наращивать новый капитал.

Сжатие кредитного рынка наступило, когда они решили уменьшить свои займы и другие ценные бумаги. Проблема использования кредита еще более осложнилась из-за того, что недепозитарные учреждения брали краткосрочные кредиты, а выдавали долгосрочные. При этом банковские холдинговые компании, хедж-фонды и инвестици-

онные банки формально не считались банковскими организациями и входили в теньевую банковскую систему.

Третьей причиной дефицита стало использование кредитных линий, обещанных ранее. Пока продолжались хорошие времена, банки гарантировали своим клиентам кредитные линии. Теперь, столкнувшись с нехваткой кредита, неожиданно большое число этих клиентов поспешили воспользоваться предложением на условиях, которые были им с легкостью обещаны в лучшие времена. Выполнение этих обещаний серьезно подорвало возможности банков по части выдачи новых займов.

Кредитный план

Краткий обзор случившегося, приведенный выше, никоим образом не претендует на оригинальность. Если внимательно прочесть хотя бы один номер Financial Times или Wall Street Journal, можно обнаружить, в скрытом или явном виде, примерно ту же интерпретацию событий. Сейчас это расхожая история.

Из этой истории можно извлечь и определенный смысл для макроэкономической политики. Обычные макроэкономические модели, используемые для прогнозов, не достаточно детально отражают финансовые аспекты, чтобы описать причины дефицита кредитов.

Сейчас относительно несложно обозначить бюджетные и денежно-кредитные стимулы, необходимые для того, чтобы совокупный спрос создавал полную занятость — при условии свободного перемещения на финансовых рынках. Такие оценки следует использовать для определения объемов необходимого стимулирования. И ФРС, и Конгресс, и Совет экономических консультантов¹⁶⁶ имеют достаточный опыт для составления таких прогнозов.

Но с утратой доверия в финансовом секторе макроэкономические плановые меры должны проводиться еще с одной целью. В такие непростые времена традиционные способы определения необходимых стимулов могут ввести в заблуждение. Планирующие учреждения должны, помимо прочего, начать выполнять «промежуточный план» — выделить определенный объем кредитов¹⁶⁷. Объем кредитования при этом должен соответствовать периоду полной занятости.

Такой план не стоит сводить просто к механической раздаче средств; кредиты следует выдавать для тех же, кто их получил бы в нормальных экономических условиях. Одними из первых идею кредитного планирования высказали нынешний председатель и бывший вице-председатель ФРС Алан Блайндер в 1988 г.¹⁶⁸ (Их предложение не следует путать с часто обсуждаемым экономистами таргетированием инфляции¹⁶⁹. Эти публикации никак не связаны с проблемой преодоления кредитного дефицита.)

Выполнить кредитный план крайне важно по двум причинам. Прежде всего фирмы, которые рассчитывают на внешнее финансирование, обанкротятся, когда не смогут получить кредит. Если кредитный дефицит будет сохраняться и банкротство фирм станет массовым, для достижения полной занятости потребуются непропорционально огромное бюджетно-налоговое и денежно-кредитное стимулирование.

Следующая проблема заключается в том, что, пока кредитные рынки заморожены, необходимость в бюджетном и монетарном стимулировании будет сохраняться. Поддержать полную занятость с помощью надлежащего стимулирования возможно. Но поступать таким образом, не избавившись от кредитного дефицита, — это все равно что подкладывать подушки под лежащего больного, чтобы тот сидел и казался здоровым. Как только вы уберете подпорку, он тут же упадет. Показательным примером может служить Япония начала 1990-х. После того как там случился коллапс фондового рынка и рынка недвижимости, Япония испытывала дефицит на протяжении пятнадцати с лишним лет. В итоге государственный долг превысил годовой ВВП в 1,71 раза.

Более того, пока существует дефицит кредита, мультипликаторы будут меньше, чем могли бы быть. Например, человек, который не может взять кредит, вряд ли купит машину, даже если благодаря щедрой фискальной политике он получит средства, необходимые для первоначального взноса.

Влияние на будущее

Загадка про Шалтая-Болтая появилась задолго до массового распространения детских книжек с картинками. Кто такой Шалтай-Болтай?

Яйцо. Поэтому, когда он упал, «вся королевская конница, вся королевская рать» так и не смогли его собрать.

Эта загадка очень хорошо подходит для описания сегодняшнего экономического кризиса. Хрупкий сегмент финансовой системы, производящий и продающий кредиты, тоже упал и разбился. В терминах нашей теории это означает, что исчезло доверие.

Люди стали с подозрением относиться к сделкам, общий объем которых еще недавно составлял триллионы долларов. Просто изменилась история. Теперь она стала историей про «чудодейственный эликсир». Прошлого уже не вернуть.

И все же сложное финансирование, включающее долги, преобразованные в ценные бумаги и деривативы (такие как кредитные дефолтные свопы и другие финансовые фьючерсы), казавшиеся страховкой для этих долговых пакетов, сыграло определенную роль. На протяжении ряда лет оно в значительной степени вытеснило старую систему более или менее прямого кредитования.

Теперь люди надеются, что уцелевшие финансовые структуры из числа депозитных банков, банковских холдинговых компаний, страховых компаний, пенсионных фондов, хедж-фондов, инвестиционных банков и пр. заполнят пустоту, образовавшуюся после внезапного падения Шалтая-Болтая. Мы убеждены – в полном согласии со взглядами Кейнса на задачи макроэкономической политики, – что любую брешь, образовавшуюся в макроэкономике, должно заполнить государство. Оно обязано воссоздать условия для здорового развития капитализма. Именно этой мыслью руководствовались наши предшественники, создавая центральные банки: надо создать такие кредитные условия, при которых будет достигнута полная занятость.

Методы реагирования

С начала кредитного дефицита в августе 2007 г. государство использовало три типа механизмов для активизации кредитования.

Метод 1: Дисконтное окно. ФРС значительно расширила свои дисконтные операции, в особенности за счет специальных форм кредитования¹⁷⁰. Первой из них была система срочных аукционов (Term

Auction Facility, TAF), позволяющая банкам на торгах получать кредиты ФРС. Примером могут служить два аукциона, проведенные в октябре 2008 г., вслед за крахом Lehman Brothers: на первом было предоставлено \$138 миллиардов сроком на 85 дней, на втором – \$113 миллиардов на 28 дней¹⁷¹.

ФРС и министерство финансов также придумали оригинальный способ встряхнуть умирающие кредитные рынки. В ноябре 2008 г. ФРС запустила программу стимулирования кредитования под залог ценных бумаг (Term Asset-Backed Loan Facility, TALF). В рамках TALF выпускаются безоборотные займы, т.е. банки несут по ним ограниченную ответственность. Кроме того, ФРС предлагает их с минимальной маржой по финансовому поручительству. (Например, ФРС может затребовать поручительства на \$105 миллионов под заем в \$100 миллионов. Маржа в этом случае составит 5%.)

TALF имеет двоякое воздействие. Во-первых, поскольку в рамках такого кредитования предоставляются безоборотные займы, потенциальные потери банков ограничены. В результате банкам не обязательно добиваться очень высокого дохода от займов, чтобы компенсировать риски, - даже сейчас, во время кризиса. Они не могут потерять больше той незначительной маржи. Во-вторых, коль скоро в случае невозврата займа банки свою маржу теряют, они все-таки заинтересованы в подборе надежных заемщиков. Помимо этого, правила TALF ограничивают и ответственность ФРС.

Убытки по финансовому поручительству распределяются между ФРС и министерством финансов таким образом, что последнее оказывается младшим дебитором, а ФРС - старшим. Первая же такая программа дает представление о том, как TALF будет работать и в чем ее сила и новизна. ФРС выделила \$200 миллиардов на предоставления займов со сроком погашения в один год под комплект гарантий, включающий новые или недавно взятые автокредиты, студенческие кредиты, кредиты по пластиковым картам и кредиты малому бизнесу. Гарантии должны получить рейтинг AAA по меньшей мере от двух рейтинговых агентств. Из \$700 миллиардов, полученных Минфином в рамках Программы по освобождению от проблемных активов (Troubled Assets Relief Program, TARP), министерство выделяет \$20-миллиардный «младший» транш, который войдет в те самые \$200 миллиардов TALF. Поэтому первые \$20 миллиардов убытков придутся на Минфин, а не на ФРС. Это правило (плюс изначальная маржа,

получаемая банками) делает ссудные проценты ФРС относительно надежными — настолько, что ФРС имеет право проводить заимствования под залог такого процента¹⁷².

Эта схема решает три задачи одновременно. Во-первых, она дает банкам мощный стимул выдавать новые займы. В самом худшем случае они рискуют потерять только свою маржу. Существующий зазор между казначейскими обязательствами и теми видами займов, которые войдут в комплект гарантий, должен более чем компенсировать банкам небольшие потери от неполученной маржи. Во-вторых, механизм TALF делает долю ФРС в гарантиях достаточно безрисковой. В-третьих, деньги Минфина в этом случае пойдут гораздо дальше, чем если бы они были потрачены напрямую на выкуп проблемных активов. Например, если Минфин в качестве младшего партнера возьмет на себя 10% финансового поручительства (как и было в первоначальном предложении), \$300-миллиардный взнос может поддержать \$3 триллиона новых кредитов. Это, в свою очередь, позволит найти замену разбившемуся Шалтаю-Болтаю.

Разумеется, будущие предложения по TALF могут во многих отношениях отличаться от первого: теперь они рассчитываются под ценные бумаги, займы под залог коммерческой недвижимости и другие виды гарантий. Эти предложения могут иметь разные сроки погашения займов, разные требования по рейтингам и разные ценовые схемы.

В целом TALF показывает, что у «творческого» подхода к финансам есть две стороны. С одной, благодаря ему, мы и попали в этот кризис. Но с другой — он позволит нам из него выйти. И самое важное — TALF дает надежду, что колоссальный объем средств Минфина, изначально выделенных под TARP, сможет значительно усилить кредитные потоки и серьезно повлиять на кредитный дефицит.

Метод 2: Прямые вливания капитала. Заменить упавшего Шалтая-Болтая, то есть увеличить объем кредитования, можно и с помощью прямого вливания капитала в банки. Министерство финансов уже выделило на эти цели приблизительно \$250 миллиардов от программы TARP. Около половины этой суммы получают семь крупнейших баков: Bank of America, Bank of New York Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, J.P.Morgan Chase, Morgan Stanley и Wells Fargo. Дополнительный банковский капитал особенно ценен в связи с тем, что кредитные возможности банка ограничиваются объемом его капитала.

Метод 3: Прямой кредит от предприятий, финансируемых государством. Для увеличения числа кредитных операций правительство может напрямую использовать предприятия, финансируемые государством. В феврале 2008 г. в рамках программы государственного стимулирования был увеличен максимальный размер залдных, который могли выкупать два таких предприятия, как Fannie Mae и Freddie Mac. Существовавший до этого лимит в \$417 тысяч был заменен цифрой в 125% от средней цены на жилой дом в данном регионе (в самых дорогих районах эта цифра максимальна - \$729 750). Более того, государство распорядилось, чтобы Fannie и Freddie продолжили увеличивать свои портфели ценных бумаг в виде залдных с 2008 до конца 2009 г.¹⁷³

Благодаря этому правительство оказало массивную поддержку рынку ипотечного кредитования. Совокупный баланс обеих компаний накануне кризиса (конец 2007 г.) составлял \$4,9 триллиона - значительная доля всего государственного долга США. Если бы государство не взяло на себя управление этими компаниями, их крах привел бы к полному коллапсу ипотечного рынка и, возможно, к колоссальному обвалу цен на рынке жилой недвижимости. Но государственные гарантии для Fannie Mae и Freddie Mac (в скрытом виде существовавшие и до их национализации в сентябре 2008 г.) стали подтверждением надежности выпускаемых ими облигаций¹⁷⁴. Помимо этого, 25 ноября 2008 г. ФРС объявила, что выкупит ценные бумаги на сумму до \$500 миллиардов, выпущенных финансируемыми государством предприятиями на основе залдных, и до \$100 миллиардов их прямых обязательств, чтобы еще сильнее поддержать рынок ипотеки. Тем самым Fannie и Freddie получили возможность восстановить значительную долю рухнувшего ипотечного рынка.

Лишь благодаря таким решительным действиям ипотечный рынок США до сих пор не развалился окончательно. Но найти политическое объяснение этим шагам было не так сложно, поскольку обе компании управлялись американским правительством.

Здравый смысл подсказывает, что, в дополнение к TALF и другим операциям на основе дисконтного окна, нам следует одновременно разрабатывать и альтернативные способы борьбы с кредитным дефицитом. Нужно предусмотреть возможность объединить относительно успешные банки, попавшие в Федеральную программу страхова-

ния вкладов, в новое предприятие, спонсируемое государством. Такая корпорация могла бы напрямую поддерживать кредитование, причем не только ипотечное, которым занимаются Fannie Mae и Freddie Mac. Для этого потребуются новый закон, предусматривающий создание аналога Трастовой корпорации по урегулированию, которая в свое время помогла разрешить кризис ссудно-сберегательных ассоциаций. Но полномочия такой корпорации должны быть несколько иными: вошедшим в нее банкам будет предписано сосредоточиться не столько на скорейшем урегулировании ситуации с активами, сколько на предоставлении ссуд с единственной целью — устранения кредитного дефицита. Во время финансового кризиса начала 1990-х в Швеции был применен ряд подобных мер, включая национализацию банков, благодаря которым удалось избежать кредитного паралича¹⁷⁵.

Преимущества и недостатки этих трех методов

Достоинства и недостатки трех описанных выше методов определяют то, в каком сочетании они могут быть использованы для реализации плана развития кредитования.

Метод 1: Расширение дисконтного окна. Хотя TALF представляется тем методом помощи, при котором расходуется меньше всего федеральных средств и при минимальном вмешательстве в жизнь кредитных рынков, эта программа — лишь эксперимент. В настоящее время ФРС предоставляет свои гарантии только под ценные бумаги с рейтингом AAA. При распространении практики TALF на кредиты с более низкими рейтингами может возникнуть много трудностей. Более того, эта программа может представлять соблазн для тех, кто захочет избавиться от не вполне качественных активов. Возможность появления ненадежных активов в комплекте гарантий весьма затрудняет применение TALF к бумагам с невысоким рейтингом.

Метод 2: Прямые инвестиции в банки. Самый очевидный недостаток этого метода — проблема законности и отношение к этим мерам общественности и прессы, которые не в восторге от идеи срочного спасения банков. Такой ход событий оскорбляет наше чувство

справедливости. Люди опасаются (и не без оснований), что банкиры, получившие щедрую компенсацию, найдут способ присвоить средства, направленные на спасение их банков, выписав себе увеличенные бонусы. Такую политическую реакцию отражает Гретхен Моргенсон из *New York Times*, когда пишет о том, как один ее «непочтительный знакомый» назвал TARP «законом о вознаграждении плутократов»¹⁷⁶.

К тому же добиться необходимого объема вливаний не так-то просто. Может показаться, что такие инъекции делаются для того, чтобы обеспечить платежеспособность самих банков. Но те, кто так считает, забывают о проблеме Шалтая-Болтая. Чтобы сократить дефицит кредита, банки должны быть настолько сверхплатежеспособными, чтобы они могли восстановить пришедшие в негодность элементы кредитной системы. Когда ФРС объявила о вливании в американские банки \$250 миллиардов, *Financial Times* выразила сомнение в том, что этой суммы будет достаточно, чтобы активизировать кредитный рынок. В газетной «шапке» \$250 миллиардов, выделенные США, сравнивались с «европейским жестом ценной в \$2546 миллиардов»¹⁷⁷.

К тому же сами по себе вливания еще не гарантируют, что вложенные деньги будут использованы по назначению. Да, такие инъекции капитала могут сделать банки богаче и, как следствие, свести к минимуму риск банкротства, но это вовсе не означает, что банки начнут выдавать больше кредитов. Трудности с кредитами, которые они обещали выдать ранее, могут так никуда и деться.

Впрочем, у этого метода есть и два преимущества. Степень вмешательства в частные кредитные системы минимальна. К тому же он позволяет при сравнительно небольших затратах и при условии, что отказ банков в выдаче кредитов действительно связан с нехваткой собственного капитала, добиться выполнения плана повышения уровня кредитования. Вливание \$250 миллиардов позволит дополнительно выделить кредитов на сумму \$3,125 триллиона при условии, что минимальное соотношение собственного капитала банка и объема выданных кредитов будет 8%. Более того, эти вливания предполагают также использование таких программ, как TALF. В результате сравнительно малые государственные инвестиции позволят существенно увеличить возможности банков, в ином случае оказавшихся бы на грани банкротства.

Метод 3: Использование предприятий, финансируемых государством. Разумеется, с предприятиями, финансируемыми государ-

ством, есть свои проблемы. Они всегда испытывают затруднения, решая, кому дать кредит, а кому отказать. Обычно решение этого вопроса чревато бюрократическими проволочками. В условиях кредитного дефицита, когда необходимо действовать быстро, это может оказаться самым ощутимым недостатком данного метода. Однако среди государственных компаний встречаются весьма оперативные, а среди частных – неповоротливые и бюрократичные. К тому же у финансируемых государством компаний отсутствует проблема нецелевого использования кредитов: государственные директивы, как в случае Fannie и Freddie, такую возможность практически исключают.

Роль планов для финансовых рынков

Задача собрать воедино разбившегося Шалтая-Болтая финансовых рынков очевидна для всех макроэкономистов. В общем виде главная задача и политики ФРС с августа 2007 г., когда начался кредитный дефицит, и фискальной политики в этот период заключается в том, чтобы добиться максимальной занятости.

Понятие «двойная цель» позволяет передать суть текущей экономической политики. Опыт Великой депрессии показал: и Гувер, и Рузвельт двигались в правильном направлении, преодолевая бюджетный дефицит и создавая новые агентства для поддержки буксующей финансовой системы. Мы восхищаемся обоими этими президентами, но это не мешает нам видеть существенные недостатки в их действиях. Хотя они зачастую проводили верную экономическую политику (двигаясь в сторону экспансионизма, как его понимал Кейнс), иногда они исходили из ошибочных представлений, например, когда пытались сбалансировать бюджет. Без кейнсианской модели оценки дефицита, необходимого для достижения полной занятости, ни у Гувера, ни у Рузвельта не было ни намерения, ни политических полномочий для более решительных действий. Их дефицитное расходование было на порядок меньше необходимого.

Оценить дефицит бюджета, необходимый для достижения полной занятости, можно как раз с помощью такой двойной цели. Стандартные макроэкономические модели довольно точно определяют объемы денежно-фискального стимулирования, необходимого для дости-

жения полной занятости. Но такое стимулирование необходимо и для финансовых рынков. Финансовая система уже не та, как несколько месяцев назад, до падения Шалтая-Болтая. Лишь небольшая ее часть работает по-прежнему. Определив целевой уровень совокупного спроса, можно будет определить как фискальные стимулы, так и размеры процентной ставки, необходимые для достижения полной занятости. Кредитный план позволяет понять, что с помощью грамотного применения трех вышеописанных методов можно создать финансовые потоки — за счет выпуска ценных бумаг, облигаций и прочих инструментов — и тоже обеспечить условия для полной занятости.

Постановка таких целей необходима не только для того, чтобы поставить нас на путь экономического оздоровления. Они также нужны, поскольку такой план неизбежно вызовет шок своей дороговизной. Когда министр финансов Генри Полсон впервые предложил свой «план спасения» стоимостью \$700 миллиардов, конгресс встал на дыбы. Полсон недостаточно подробно объяснил, на что будут потрачены эти деньги. Но и после того, как Конгресс конкретизировал план, эта сумма по-прежнему казалась слишком большой, и Палата представителей поначалу наложила вето на измененный законопроект.

Двойная цель полностью соответствует нашей теории иррационального начала: благодаря ей органы, определяющие экономическую политику, получают не только доверие, но и законные полномочия, чтобы претворить в жизнь этот довольно смелый план. Доверие, «чудодейственный эликсир» и истории позволяют понять, почему важно не только поддерживать платежеспособность существующей финансовой системы. Любой план, способный покончить с кризисом, должен быть достаточно масштабным, чтобы найти замену упавшему Шалтаю-Болтаю.

Разумеется, и понятие двойной цели, и аналогия с Шалтаем-Болтаем применимы не только к Соединенным Штатам, но и ко всем экономикам мира.

Почему некоторые не могут найти работу?

По опыту описанных в главе 6 депрессий, высокий уровень безработицы может сохраняться долгие годы¹⁷⁸. Мы уже коснулись причин депрессий, теперь же рассмотрим, почему рынки труда не реагируют должным образом на уровень безработицы. Даже если во время депрессии пошатнулось доверие, если появилось общее ощущение несправедливости, если повысилось внимание к историям о злоупотреблениях и возникли сомнения в будущем, почему же уровень зарплат не меняется и не приводит рынок труда в состояние равновесия?

В этой главе мы сосредоточимся на одном аспекте нашей теории иррационального начала - стремлении человека к справедливости. Именно он поможет нам понять, что такое безработица, почему она вновь способна вырасти и как избежать этого с помощью продуманной экономической политики.

Вынужденная безработица

Мы знаем одного выдающегося экономиста, который очень гордился силой своего разума. Однажды он решил продать дом, но покупатели все не шли. Когда он поделился с коллегами своей бедой, сказав им, что не в состоянии продать жилье, те удивились: его высказывание шло вразрез с принципами, изложенными в первом томе учебника «Экономикс». Они-то знали, что отсутствие покупателей объясняется очень просто: дом переоценен. И действительно, в конце концов недвижимость была продана, но только после того, как цену значительно снизили.

Вынужденная безработица идет вразрез с представлениями многих специалистов об экономической теории потому, что заставляет их задавать те же вопросы, что и по поводу дома нашего коллеги. Если безра-

ботный не может найти работу (т.е. не в состоянии продать свою рабочую силу), почему бы просто не снизить свои требования по зарплате? Или, если это невозможно, почему не поискать работу с меньшими требованиями к квалификации? Почему рынок труда отличается от рынков ценных бумаг или товарных рынков, где сделки заключаются (пусть и не сразу), если продавец чуть-чуть сбросит свою цену?

Ответ на эти вопросы связан с теорией стимулирующей зарплаты (efficiency wage), согласно которой производительность зависит от уровня заработной платы¹⁷⁹. На рынке недвижимости, фондовом рынке и рынке пшеницы сделки между покупателями и продавцами заканчиваются обменом товара по согласованной цене. Более низкая цена дает однозначную выгоду покупателю. Но с рабочей силой этот механизм действует не так. Взаимодействие между покупателем и продавцом рабочей силы начинается уже после того, как человек приходит в компанию и соглашается на определенную оплату труда. Без сомнения, большинство работодателей с удовольствием снизили бы уровень компенсации своим сотрудникам, если бы это не имело никаких последствий.

Однако на рынке труда снижение оплаты обязательно приведет к неприятным результатам. Ведь все сотрудники данной организации должны не просто определенное время проводить в ее стенах — у них должен быть стимул. Работодатель только потеряет, если наймет человека на низкую зарплату, а тот будет зол и обижен и загубит всю работу. Мало кто контролирует своих подчиненных столь тщательно, чтобы они не могли, выражаясь фигурально, плюнуть в чужой суп.

Представить ситуацию можно с помощью простейшего инструмента — кривых спроса и предложения, основы основ элементарной экономики. Зарплату устанавливает работодатель, и количество долларов, которые он должен выплатить, — это лишь одна сторона его интересов. Другая сторона — влияние этой суммы на настроение работника. Поэтому он может захотеть платить больше, чем нижний предел, на который готов согласиться работник. Все работодатели могут решить, что справедливая зарплата, которую они готовы платить, выше той, при которой все работники на рынке труда возьмутся за эту работу. В этом случае предложение рабочей силы будет выше, чем спрос на нее. Таким образом, возникает зазор, и в него попадают люди, которые не могут найти работу.

Так что рынок труда похож на игру «третий лишний», когда нужно успеть занять один из стульев, количество которых на один меньше,

чем игроков. Заранее узнать, кому не хватит места, невозможно, но кому-то точно придется выбыть из игры. То же и с вакансиями: когда их меньше, чем желающих их занять, кто-то останется без работы. Конечно, чем активнее соискатель, тем с большей вероятностью он получит работу: процедуру найма проходят обычно те, кто перебрал больше вариантов и кто выдвигает более гибкие требования к работодателю. Но это отнюдь не означает, что понятие вынужденной безработицы не имеет права на существование. Вынужденная безработица - это зазор между предложением рабочей силы и спросом на нее при том уровне зарплат, который готовы платить работодатели.

Такая теория безработицы настолько проста, что ее можно с легкостью преподавать на первом курсе экономических факультетов. Сейчас она представлена в более основательных учебниках макроэкономики, равно как и в книгах, посвященных основам экономической науки, но, как правило, где-то в самом конце главы о безработице. Было бы полезно посмотреть, почему экономисты с таким сомнением относятся к этой теории — ведь именно она, по нашему мнению, лучше всего описывает теоретические и практические аспекты вынужденной безработицы. И в самом деле, сколь бы ни была проста эта теория, она появилась лишь в начале 1980-х, да и в наши дни, как мы имели возможность убедиться, популярность ее ограничена — и все из-за того, что она вызывает возражения.

На первый взгляд, теория противоречит здравому смыслу: ведь сама идея, что покупатель товара или услуги станет когда-либо платить больше, чем нужно, кажется по меньшей мере странной. Но теория стимулирующей зарплаты говорит нам, что именно так и происходит. Работодатели платят за труд больше, чем необходимо, чтобы персонал просто приходил на работу. Напротив, разрабатывать теорию, объясняющую, почему покупатели на фондовом рынке или на рынке пшеницы не хотят платить меньше за товар, бессмысленно.

Теория стимулирующей зарплаты непривычна еще и потому, что нарушает привычные представления о том, как следует формулировать проблему. Обычная экономическая методология состоит в том, чтобы задавать вопросы — сначала с позиции спроса, потом с позиции предложения. Согласно ей, сначала следует спросить: кто потенциальные работодатели? И затем — какое количество рабочей силы они хотели бы получить при том или ином уровне зарплат? Ответы на эти вопросы определяют спрос на труд. С позиции предложения следует вопрос: кто

потенциальные продавцы рабочей силы? Сколько труда они готовы продать при том или ином уровне зарплаты? В рамках этого подхода равновесие возникает при такой зарплате, когда предложение равно спросу. Некоторых низкий уровень зарплат настолько деморализует, что они не будут искать работу. Но такой подход не включает в себя вынужденную безработицу. Как будто каждый, как наш друг-экономист со своим домом, обязательно продаст свой труд - надо только проявлять гибкость в вопросе цены, то есть желаемой зарплаты.

Однако на практике рынок труда устроен иначе. Как мы увидим далее, простые статистические данные свидетельствуют о том, что большинство работодателей добровольно переплачивают за труд. И стало быть, теория стимулирующей зарплаты полностью соответствует действительности.

Цены, зарплаты и их эффективность

Товар - куда более простая рыночная категория, нежели рабочая сила. В отличие от людей, которые могут испытать недовольство, если считают, что их заработная плата слишком низка, товары не одушевлены и чувств не имеют. И поэтому покупать товар дороже минимальной возможной цены куда бессмысленнее, чем рабочую силу. Впрочем, и товары не всегда продаются по минимальной цене.

Действительно, разница в ценах, уплаченных за один и тот же товар в одном и том же городе, подчас очень велика. Несколько лет назад три экономиста из Гарварда решили проверить, каков разброс цен на 39 товаров и услуг в районе Бостона: от десятискоростного велосипеда Raleigh до составления гороскопа¹⁸⁰. Выяснилось, что среднее различие составило 157% (минимальный разброс был у велосипедов — всего 11%, максимальный — у щеток для волос Denman: почти в семь раз¹⁸¹). Это исследование еще раз подтверждает тот факт, что, хотя нам свойственно (порой весьма агрессивно) подыскивать минимальную цену, нередко мы сознательно воздерживаемся от покупок в самых дешевых магазинах.

Если возможны существенные различия в ценах за один и тот же товар в одном и том же городе, не стоит удивляться, что разные фирмы платят разную заработную плату за, казалось бы, один и тот же труд, даже в одном и том же городе. Первым это подтвердил Джон Данлоп (1914-2003).

Данлоп был одним из тех дотошных американских прикладных экономистов, которые стремились понять, как же на самом деле устроен рынок труда. Он одинаково свободно чувствовал себя и в обществе профсоюзных лидеров, и в аудиториях Гарварда (где в итоге дослужился до должности декана факультета), а президент Линдон Джонсон назначил его министром труда. В одной из своих статей Данлоп приводит таблицу, в которой демонстрирует огромный разброс в зарплате бостонских водителей автофургонов, входящих в профсоюз. Например, в июле 1951 г. ставка водителя грузового автомобиля прачечной составляла \$1,20 в час, а шофера, развозившего журналы, — \$2,25.

ТАБЛИЦА 1

Почасовые зарплаты водителей грузовиков, в зависимости от рода работы, в Бостоне на 1 июля 1951 г.

Журналы	\$2,25
Дневные газеты	\$2,16
Нефть	\$1,985
Стройматериалы	\$1,85
Канцтовары, газеты	\$1,832
Пиво в бутылках и бочонках	\$1,775
Продукты питания для универсамов	\$1,679
Мясоперерабатывающий цех, 3–5 тонн	\$1,64
Еврейская пекарня	\$1,595
Оптовый склад	\$1,57
Штукатурка	\$1,55
Уголь	\$1,518
Вывоз мусора	\$1,50
Общие грузоперевозки	\$1,50
Доставка продуктов, розница	\$1,475
Лед	\$1,45
Бронеавтомобиль	\$1,405
Газированные напитки	\$1,38
Бумажный мусор	\$1,38
Ткани	\$1,342
Пианино и домашняя мебель	\$1,30
Металлолом (черные, цветные металлы)	\$1,20
Крупные прачечные	\$1,20 ¹⁸²

Как видим, зарплаты сильно варьируются и лишь отчасти зависят от квалификации рабочей силы. Это различие видно и на примере ставшей классической статьи Чинхуэй Цзюна, Кевина Мерфи и Брукса Пирса¹⁸³. В полученной ими в 1988 г. статистике у мужчин в возрасте 25-65 лет уровень недельных зарплат, пришедшийся на 90-ю перцентиль (т. е. только у 10% людей из выборки он был выше этого показателя), в четыре раза превышал уровень зарплат, пришедшийся на 10-ю перцентиль (ниже этого уровня зарплату получали только 10% изученных). При этом на удивление малую часть этой разницы можно объяснить образованием и опытом работы - т. е. квалификацией. У людей с одинаковым образованием и опытом разница все равно была более чем троекратной¹⁸⁴.

Со своей стороны, Эрика Грошен проанализировала, как менялась зарплата сотрудников в шести отраслях при переходе из одной компании в другую¹⁸⁵, и пришла к выводу, что в половине случаев разница в оплате труда определяется не уровнем компетенции сотрудника, а местом его работы¹⁸⁶. Это открытие подтверждает предположение Данлопа: работники с одним и тем же уровнем квалификации действительно получают очень разные зарплаты.

Разница в компенсации сотрудников может определяться и такими факторами, как условия работы. Некоторые компании вынуждены предлагать более высокие зарплаты, чтобы привлечь работников. Мы недавно познакомились с инженером-горняком с цинкового рудника, расположенного на Аляске, за Северным полярным кругом. Он был не в восторге от двухнедельных вахт, разлучавших его с женой и новорожденной дочерью в Спокане (штат Вашингтон), от проживания в общежитии. Да и зима ему тоже не слишком нравилась. Но свою работу он считал вполне терпимой – ведь на руднике неплохо платили. (К тому же, по его словам, сама профессия горного инженера предполагает работу в какой-нибудь отдаленной дыре, где условия были бы лишь немногим лучше.)

Конечно, уровень профессионализма и условия работы влияют на сумму, которую получает человек за свою работу. Но эти факторы не единственные. Уильям Диккенс и Лоуренс Кац показали высокую корреляцию между размером зарплаты на разных должностях: там, где начальникам платят больше, зарплата у секретарей выше. А исследование Алана Крюгера и Лоуренса Саммерса показывает, что, когда человек переходит в более низкооплачиваемую отрасль, его зарплата,

как правило, сокращается, а когда в более высокооплачиваемую — то возрастает¹⁸⁷. Полученные этими исследователями данные свидетельствуют о том, что все предпочитают работать в высокооплачиваемых отраслях и стараются не уходить из них по собственному желанию. Поэтому и увольняются в низкооплачиваемых отраслях чаще. А это значит, что в «богатых» отраслях зарплата выше уровня, необходимо-го, чтобы просто привлекать в них работников.

Люди редко бросают работу во время спада

Все эти закономерности сохраняются на протяжении времени. Высокооплачиваемые работники, описанные Крюгером и Саммерсом, очевидно, понимают, как им повезло, поскольку бросают работу реже, чем те, кто занимает низкооплачиваемые должности.

Так же люди себя ведут при изменении экономических циклов. Теория стимулирующей зарплаты рассматривает высокий уровень безработицы как следствие большой разницы между реальной зарплатой и тем ее уровнем, который установил бы равновесие между спросом и предложением на рынке труда. Так, когда безработных много, предложение превышает спрос. При низком уровне безработицы работу находят многие из тех, кто ее ищет. Следовательно, можно ожидать, что, когда безработица высока, мало кто станет увольняться по своему желанию. Обеспеченные работой будут считать себя счастливыми.

Это убедительно подтверждается статистикой. В экономике множество «слабых» взаимосвязей. Лучшие экономические модели национального дохода или занятости мало чем отличаются от банального прогноза о том, что завтрашний доход — это доход сегодняшний с небольшой поправкой на тренд (иными словами, что доход — это «случайное блуждание» с определенным трендом). Как видим, даже образование и опыт в совокупности мало влияют на различия в зарплате. В то же время, когда уровень безработицы растет, число увольнений по собственному желанию неизменно идет на спад¹⁸⁸. На деле три четверти всей разницы в зарплатах объясняет простая взаимосвязь между количеством увольнений и уровнем безработицы. Когда безработица возрастает на один процентный пункт, число добровольных увольнений на сотню работающих в месяц сокращается в 1,26 раза¹⁸⁹.

Изменение доли увольнений по собственному желанию свидетельствует о том, что безработица как раз бывает вызвана повышенными зарплатами, нарушающими равновесие рынка. Это полностью соответствует прогнозам теории стимулирующей зарплаты, согласно которой при росте безработицы разрыв между предложением и спросом на труд увеличивается. Люди, уже имеющие работу и определенную зарплату, понимают, что им повезло. Они знают, что их жизнь может резко измениться, и поэтому не хотят терять рабочее место.

Почему работодатели платят больше, чем нужно

Существуют две основных версии теории стимулирующей зарплаты. Теория безработицы Карла Шапиро и Джозефа Стиглица исходит из того, что компании не могут полностью контролировать своих работников¹⁹⁰. А это дает работникам выбор: они могут работать, а могут бездельничать. В последнем случае рискуют: если их поймают, то уволят. И вот тут Шапиро и Стиглиц высказывают важнейшее соображение: экономическая система, в которой работники оказываются перед таким выбором, в своем равновесном состоянии будет включать в себя безработицу. Почему? Когда нет безработицы, а все компании платят одинаковую зарплату, то у работников нет стимула проявлять усердие: они ничего не теряют, если их уволят — достаточно, фигурально выражаясь, перейти улицу, чтобы получить точно такую же работу, как раньше. Следовательно, работодатель, чтобы их сотрудник не ленился, должен дать ему что-то еще. Шапиро и Стиглиц считают, что этим лакомым кусочком должно стать увеличение зарплаты выше уровня, при котором предложение труда равняется спросу на него и каждый работник мгновенно находит работу. А если все фирмы будут платить зарплату большую, чем того требует рыночное равновесие, то вырастет безработица.

Такая версия теории стимулирующей зарплаты обрела наибольшую популярность среди экономистов, а Шапиро и Стиглиц придали ей математическую элегантность. По их мнению, и компания, и работники руководствуются только холодным экономическим расчетом, который и должен лежать в основе всей экономической деятельности. Это позволяет связать макроэкономику и другие предметы, что, как известно, оставляет чувство большой удовлетворенности у

преподавателей и обучаемых. У студентов (обычно это уже учащиеся старших курсов) благодаря ей бывает нечто вроде озарения: оказывается, математические методы, которые они с таким трудом постигали, и в самом деле способны дать ответ на волнующий всех вопрос: почему существует безработица?

Нам нравится модель Шапиро и Стиглица, в ней есть доля правды. В конце концов, когда безработица падает, число прогулов (крайней формы безделья на рабочем месте) растет.

Однако логика авторов способна разбить эти же доводы. Другие экономисты отметили, что, если бы работников волновали только деньги и загруженность их трудового дня, работодатели могли бы изобрести более выгодные схемы стимулирования, не предполагающие увеличение зарплаты выше оптимального уровня. Например, Эдвард Лазир, унаследовавший от Стиглица пост председателя Совета экономических консультантов, показал, что бороться с бездельем на рабочем месте можно с помощью привилегий, которые работнику даются со временем¹⁹¹. Если работника уволят за манкирование служебными обязанностями, он потеряет все привилегии, которые получил за годы службы на одном месте. Еще большим рискуют люди с образованием: если их уволят и репутация станет «подмоченной», в никуда исчезнет все то, что нарабатывалось прилежной учебой в школе и колледже, не говоря о деньгах, потраченных на обучение. Так что, хотя теория стимулирующих зарплат в версии Шапиро – Стиглица популярна среди экономистов, потому что принимает во внимание исключительно экономические мотивы работодателей и работников, ровно по той же причине она вызывает настороженность у многих макроэкономистов.

Это подводит нас к нашей излюбленной теории, объясняющей, почему компании платят такие высокие зарплаты, что возрастает безработица. Представленная ранее концепция отношений работодателя и работника (работник трудится только за зарплату и при этом старается работать как можно меньше) кажется нам слишком упрощенной. Конечно, для работника важен уровень оплаты его труда. Разумеется, бывают времена, когда работник предпочтет сачковать, а не работать. Но мы считаем, что в большинстве случаев отношения между работниками и работодателями намного сложнее и определяются скорее такими чувствами, как любовь и ненависть. Человек хочет получать больше, хочет, чтобы его чаще хвалили за работу, но при этом он ис-

пытывает ответственность за свое дело, уровень которой зависит от того, насколько работодатель справедлив к нему. Если работник чувствует несправедливость по отношению к себе, чувства ответственности он испытывать не будет. И тогда он начнет отлынивать от работы, стараясь лишь избежать сопутствующих этому неприятностей. А если человека разозлить, то и вообще можно добиться того, что он станет работу саботировать. Зато в противоположном случае, когда есть ощущение, что к работнику относятся более чем справедливо (и зарплата – это главный символ такого отношения), он будет в полной мере соблюдать интересы своего нанимателя.

Согласно сводкам Общего социологического обзора (General Social Survey, GSS), подавляющее большинство работников указало, что они преданы своим организациям, разделяют их ценности, испытывают гордость от работы именно в этой организации и удовлетворены своей работой¹⁹². Отсюда следует, что зарплата не является единственным стимулом, она - символ сделки между нанимателем и работником¹⁹³. Человек сам решает, работать или бездельничать, в зависимости от того, во сколько ему обойдется его выбор. На это решение также влияет его представление о том, справедливо или несправедливо с ним обходятся¹⁹⁴. Следовательно, работодателям имеет смысл платить справедливую зарплату. И можно не сомневаться, что справедливая зарплата будет достаточно высока, чтобы спровоцировать безработицу. Чем больше возможностей за пределами компании или чем ниже уровень безработицы, тем выше будет та справедливая зарплата, которую, по мнению работника, ему должен платить работодатель.

Конечно, в большинстве предприятий много сотрудников, и поэтому их взаимоотношения с работодателями весьма сложны. Работники объединяются в группы, функции которых нередко пересекаются. И эти сложные взаимодействия внутри рабочего коллектива или между сотрудниками и работодателем еще больше мешают последнему устанавливать зарплату по своему усмотрению и просто ждать, кто же придет и займет свободную вакансию. Решая вопрос оплаты, работодатель всегда должен учитывать, как это скажется на уже сложившемся трудовом коллективе¹⁹⁵. Слишком низкие или несправедливые, с точки зрения работников, зарплаты убьют желание персонала включить задачи компании в зону своей личной ответственности.

Такой взгляд на рынок труда одновременно и проще, и сложнее традиционного экономического подхода. Сложнее потому, что мы

приписываем работникам более правдоподобные мотивы, чем те, что используются в сугубо экономической модели. А проще потому, что мы можем представить зарплату как зависящую, хотя бы отчасти, от ощущения справедливого отношения у работника. Справедливые зарплаты почти всегда выше уровня, при котором рынок сбалансирован. К тому же они меняются медленно. Такая трактовка максимально точно объясняет феномен безработицы: она простая, реалистичная и соответствует фактам. В частности, с ее помощью можно понять, почему увольнений по собственному желанию становится больше, когда падает уровень безработицы.

Это краеугольный камень экономики. Если людям действительно нужна работа, любая макроэкономическая теория должна начинаться с объяснения того, почему рабочих мест хронически не хватает. Собственно, это и делает наша теория.

Почему в долгосрочном плане существует выбор между инфляцией и безработицей?

Как мы уже убедились, иррациональное начало позволяет понять причины колебаний в экономике, вынужденной безработицы и то, как ФРС контролирует экономику (в той мере, в какой она это делает)¹⁹⁶. Рассмотрим еще один случай, когда иррациональное начало — в особенности сочетание денежной иллюзии и справедливости — играет важную роль.

В главе 4, посвященной денежной иллюзии, мы рассказали, как Милтон Фридмен разрушил один из основополагающих принципов старой макроэкономики. До него считалось, что в некризисное время центробанки могут способствовать повышению занятости и росту ВВП лишь в том случае, если они готовы мириться с ростом инфляции. Но Фридмен утверждал, что существует только один устойчивый уровень безработицы — он назвал его «естественным», — который не приведет ни к ускорению инфляции, ни к ускорению дефляции. Сейчас теория естественного уровня — прописная истина для экономистов. Но мы сомневаемся в ее истинности: ведь она, помимо всего прочего, послужила оправданием чрезвычайно глупой экономической политики.

Инфляция реагирует на безработицу

Период с начала 1950-х до эскалации вьетнамской войны может показаться временем идиллическим. В ту пору учебник Пола Самуэлсона «Экономика»¹⁹⁷ был для экономистов своего рода аналогом популярного тогда семейного телесериала «Предоставьте это Биверу». Самуэлсон бесспорно считался крупнейшим экономистом-теоретиком и «серым кардиналом», определявшим экономическую политику адми-

нистрации Кеннеди. Он считал, что экономическая наука успешно решила главнейшие проблемы рецессии и депрессии: денежная политика, при условии, что она будет из рук вон плохой, может и не вытянуть нас из кризиса, но уж с помощью грамотного управления бюджетом можно выправить и самое безнадежное положение. Ну, а в качестве дополнительного бонуса можно настолько точно отрегулировать денежную и бюджетную политику, чтобы постоянно поддерживать низкий уровень безработицы и высокую производительность. За низкую безработицу нужно платить определенную цену - и до какого-то момента эта цена вполне приемлема. Занятость должна расти, пока ее минусы, в виде дополнительной инфляции, не придут в равновесие с ее плюсами. Поскольку выбор между инфляцией и безработицей – кривая Филлипса – показывает, что инфляция поднимается до высокого уровня только при крайне низкой безработице, значит, занятость может всегда оставаться высокой.

Эта позиция часто подвергалась критике, особенно со стороны Милтона Фридмена, который считал, что подобный взгляд на кривую Филлипса искажен денежной иллюзией. В «правильной» кривой Филлипса, по утверждению Фридмена, зарплата будет изменяться в соответствии с ожидаемым уровнем инфляции. При определенном уровне безработицы, если и работодатели, и работники ожидают инфляцию на уровне, например 3%, а не нуля, увеличение заработной платы будет также на 3% выше. Кривая Филлипса, включающая в себя подобную реакцию на ожидаемую инфляцию, не предполагает долгосрочного выбора между инфляцией и безработицей. Безработица ниже естественного уровня даст ускоренную, а не постоянную инфляцию. А безработица выше этого показателя приведет к ускоренной дефляции.

«Слишком расширительно»

Фридмен и Самуэльсон были соперниками. Самуэльсон считал, что Фридмен бывает прав в каком-то отдельном вопросе, но имеет склонность слишком расширительно толковать свою правоту, полагая себя правым во всем. Он уподобил Фридмена мальчику, который в слове «длинношеее» бесконечно повторяет последнюю букву, потому что не может остановиться. Разумеется, говоря о роли инфляционных ожи-

даний, Фридмен был отчасти прав. Здравый смысл подсказывает, что и трудовые договоры, и ценообразование будут включать в себя инфляционные ожидания, когда инфляция очень высока. Но и Самуэльсон был прав в том, что Фридмен не смог вовремя остановиться.

Теория естественного уровня работает при полном отсутствии денежной иллюзии. Но, хотя мы считаем наивным полагать, что инфляционные ожидания вообще не закладываются в трудовые договоры и в ценообразование, мы полагаем не менее наивным исходить из того, что денежной иллюзии не существует в принципе. А если она существует, то не следует ли из этого, что в долгосрочном плане возможен выбор между инфляцией и безработицей, пусть и ограниченный? В этой главе мы попытаемся ответить на данный вопрос.

Денежная иллюзия влияет на уровень зарплат

Теория естественного уровня привлекательна тем, что выглядит универсальной. В ней имеется всего одно ключевое допущение — что людям не свойственна денежная иллюзия. На первый взгляд, оно кажется обоснованным. За очевидными примерами этого явления, нарушающего саму основу теории естественного уровня, далеко ходить не надо. Люди воспринимают сокращение зарплаты как несправедливость. Вот почему зарплаты демонстрируют жесткость в сторону снижения, т.е. плохо поддаются изменениям в меньшую сторону.

Это явление подтверждается и статистикой. Достаточно лишь взглянуть на то, как происходит изменение зарплат. Если представить эти данные в виде графика, в котором положительные изменения отражались бы выше горизонтальной осевой, а отрицательные — ниже, то сверху было бы гораздо больше значений. Из этого мы можем сделать вывод, что работодатели крепко задумываются, прежде чем урезать работникам зарплату. Жесткость зарплат отмечена в подробных исследованиях, проведенных в Австралии, Канаде, Германии, Японии, Мексике, Новой Зеландии, Швейцарии, Соединенных Штатах и Великобритании¹⁹⁸.

В профсоюзных трудовых контрактах крайне редко предусматривается снижение зарплат. В Соединенных Штатах этого не допускали профсоюзы (за исключением кризисного 1982 г.). Особенно впечатляют данные по Канаде: в период острой рецессии 1992-1994 гг. инфляция в стране упала до 1,2%, а безработица выросла в среднем

до 11,0%. При этом 47% профсоюзных контрактов без поправок на инфляцию предусматривали замораживание зарплаты на один год, и только 5,7% включали пункт о ее сокращении¹⁹⁹.

Трумен Бьюли из Йельского университета провел обстоятельный опрос жителей Новой Англии, имевших отношение к определению зарплаты подчиненных, чтобы понять, почему во время экономического спада 1991-1992 гг. в Новой Англии сокращение зарплат не происходило²⁰⁰, несмотря на то что высокий уровень безработицы позволял легко заменить любого человека, уволившегося по причине снижения оклада. Бьюли выяснил, что, по мнению работодателей, персонал воспринял бы такой шаг как несправедливый, перестал бы чувствовать ответственность за свою работу, и такое отношение, равно как и желание уволиться, сохранилось бы после завершения спада. Бьюли обнаружил несколько фирм, которые сократили компенсацию своим работникам, но лишь после затяжных терзаний и серьезных убытков²⁰¹. Их сотрудники восприняли такой шаг как справедливый: ведь это был единственный способ сохранить рабочие места²⁰².

Перед лицом неопровержимых доказательств макроэкономисты признали, хотя и неохотно, что такое явление, как жесткость зарплат, в денежном выражении существует. Но в большинстве своем они ее посчитали слишком незначительным фактором, чтобы оказать серьезное воздействие на теорию естественного уровня. Акерлоф совместно с Уильямом Диккенсом и Джорджем Перри изучили это воздействие. С помощью имитационной модели удалось рассчитать, что снижение инфляции с 2% до нуля увеличивает постоянный уровень безработицы на 1,5%²⁰³. Приблизительно те же результаты мы получили при помощи эконометрических оценок, а также в нескольких сотнях других имитационных расчетов, параметры которых были выбраны случайным образом в разумных диапазонах.

Не требуется сложных расчетов, чтобы понять, почему результаты получились именно такими. Если работники сопротивляются снижению зарплат, когда инфляция падает, то их зарплата в реальном выражении будет расти (пока уровень безработицы остается неизменным).

В нашей эталонной модели, если инфляция упадет с 2% до нуля, зарплата возрастет приблизительно на 0,75%. Другие методы подсчетов дают сходные результаты²⁰⁴. В свою очередь, рост зарплаты на 0,75% приведет к росту безработицы на 1,5 процентных пункта. Эту цифру мы получили из правила, выведенного с помощью кривых Филлипса: чтобы инфляция

сократилась на 1%, безработица должна вырасти на 2 процентных пункта. Следовательно, чтобы нейтрализовать рост издержек компаний на 0,75%, безработица должна вырасти на 1,5 процентных пункта²⁰⁵.

В долгосрочном плане

Если теория естественного уровня верна, она имеет очень важные последствия для кредитно-денежной политики. В таком случае установить очень низкий целевой порог инфляции возможно при незначительных издержках. А значит стабильных цен на длительное время при целевой инфляции, равной нулю, можно достичь без постоянных негативных последствий. И в среднем в долгосрочной перспективе выбор целевого порога инфляции никак не будет влиять на безработицу.

Но если эта теория неверна и в долгосрочном плане существует выбор между инфляцией и безработицей, стремление добиться нулевого уровня инфляции неверно с точки зрения экономической политики. Увеличение безработицы на 1,5% - огромная цена. Для США это означает, что своего места лишатся 2,3 миллиона человек - это больше, чем население Бостона, Детройта и Сан-Франциско вместе взятых. Такие события приведут к сокращению ВВП на более чем \$400 миллиардов в год²⁰⁶.

Зарплата в денежном выражении как сигнал

Но не только вышеупомянутые модели и расчеты превращают жесткость зарплат в ящик Пандоры для теоретиков школы «естественного уровня». Эта теория базируется на априорном, почти философском аргументе: что у людей нет денежной иллюзии. Этот аргумент выглядел бы убедительно, если бы не было такого явления, как нежелание людей сокращать свою зарплату. Исследование Бьюли показало, что работники и работодатели воспринимают сокращение зарплат как несправедливость. Если денежная иллюзия проявляется таким образом, стоит ли удивляться, что она может иметь другие формы?

Роберт Шиллер провел опрос-исследование на тему того, как воспринимают инфляцию экономисты и люди, мало знакомые с этой на-

укой. Мнения у представителей двух этих групп разделились. Больше всего разница видна в ответах на четыре вопроса.

Так, только 12% экономистов, в противоположность 77% неспециалистов, признались, что в инфляции их больше всего огорчает то, что из-за нее они становятся беднее. Экономисты активно поддерживают следующее утверждение: «Конкуренция среди работодателей приведет к повышению оплаты моего труда. Я могу получить предложения от других работодателей, так что мой работодатель, чтобы удержать меня, также предложит мне более высокую оплату». Больше половины (60%) экономистов и всего 11% неспециалистов считают, что это высказывание описывает то, «как общая инфляция должностных окладов соотносится с моим положением». Ответы, данные экономистами, можно легко объяснить влиянием теории естественного уровня и представления о том, что инфляция порождается Центробанком, постоянно наращивающим денежную массу. В этом случае она будет иметь ничтожное влияние на экономику – и, соответственно, на покупательную способность зарплат.

Далее, всего 20% экономистов и 86% неспециалистов согласны со следующим утверждением: «Когда я вижу прогнозы о подорожании стоимости образования или жизни в ближайшие десятилетия, я испытываю беспокойство: инфляция будет увеличиваться, а рост моего дохода не будет успевать за ростом цен». А 90% экономистов и всего 41% неспециалистов не согласны со следующим утверждением: «Думаю, что если мне будут платить больше, я стану испытывать больше удовлетворения от работы, даже если цены вырастут на столько же».

Реакцию тех, кто не разбирается в экономике, объяснить достаточно просто. Люди рассматривают увеличение оклада как вознаграждение. Они не понимают, что рост зарплат отчасти происходит вследствие инфляции. Этим же объясняется боязнь того, что инфляция сделает их беднее, представление о том, что конкуренция не приведет к коррекции зарплаты в соответствии с инфляцией, опасения за стоимость обучения в будущем, а также удовольствие от того, что рост их зарплаты поспевает за инфляцией.

Еще один довод в пользу выбора

Давайте посмотрим на то, как соотносятся уровни инфляции и безработицы с течением времени, чтобы в очередной раз продемонстрировать де-

нежную иллюзию у работников. Наряду с нежеланием сокращать зарплату, эти данные — еще один довод в пользу существования выбора между инфляцией и безработицей. Если работники действительно испытывают дополнительное удовлетворение от того, что их зарплата поспевает за инфляцией, то, следовательно, чтобы сделать им приятное, при растущей инфляции работодатели должны платить зарплату с пониженной покупательской способностью²⁰⁷. Это хорошая новость для работодателей: ведь так они смогут сэкономить на оплате труда. По мере повышения инфляции устойчивый уровень безработицы должен снижаться.

Существуют некоторые данные в пользу того, что при низком уровне инфляции в трудовых договорах денежная иллюзия отражается, но с повышением этого уровня на них все больше начинают влиять инфляционные ожидания²⁰⁸. Представляется, что, когда инфляционные ожидания близки к нулю, они не сказываются на повышении зарплат. В противном случае уровень ожиданий и зарплат зависят друг от друга пропорционально²⁰⁹. Это совпадает с представлением о том, что, при низкой инфляции работники не считают работодателя обязанным по справедливости дать им прибавку. Но, когда инфляция возрастает, они решают, что работодатель должен это сделать²¹⁰.

Трудно определить, как на кривые Филлипса влияют инфляционные ожидания. Но экономическую политику приходится проводить в реальных условиях, где логичны сомнения. Мы не отрицаем саму теорию естественного уровня. Мы считаем, что у нее верное основание: инфляционные ожидания действительно влияют на зарплаты и цены. Но мы не согласны с тем, что это влияние всегда пропорционально. Наши модели и расчеты показывают, что сомнения в данном случае вполне обоснованны, особенно при низкой инфляции.

Джордж Акерлоф вспоминает событие, произошедшее с ним более чем 40 лет назад. Весной 1964 г. он слушал в Массачусетском технологическом институте курс по монетарной теории, который читал Пол Самуэльсон. Тот поведал студентам, что Раймонд Сонье, один из членов Совета экономических консультантов при президенте Дуайте Эйзенхауэре высказал следующее соображение: в краткосрочном плане можно достичь низкого уровня безработицы за счет высокой инфляции. Но как только произойдет инфляция, инфляционные ожидания усилятся, так что поддержание низкого уровня безработицы приведет к еще большей инфляции. Это умозаключение должно быть знакомо читателю — хотя оно прозвучало из уст Самуэльсона, а не Милтона Фридмена.

Однако вывод из этого Самуэльсон сделал не такой, как Фридмен. Признав идею небезынтересной, он заключил, что она не отражает реальные процессы, происходящие в мире. И если органы, отвечающие за денежно-кредитную и бюджетную политику, начнут действовать исходя из этой ошибочной идеи, мы будем постоянно иметь повышенный уровень безработицы. Самуэльсон думал о той «сверхнормативной» безработице - сопоставимой по числу жертв с населением Бостона, Детройта и Сан-Франциско вместе взятых, — о которой мы говорили ранее. И сегодня его логика представляется нам не менее убедительной, чем сорок с лишним лет назад.

Есть много причин, по которым теория естественного уровня не совсем верна. Зарплаты и цены устанавливаются исходя из множества соображений, связанных с денежной иллюзией и справедливостью, и они противоречат постулатам этой теории. Мы не должны принимать ее безоговорочно.

Пример с севера

Обратимся к нашему северному соседу за примером того, как сбылись опасения Самуэльсона. Канада дает нам яркий пример того, к чему может привести отрицание выбора между инфляцией и безработицей. В 1990-е экономика США находилась на гребне волны, однако в Канаде происходил, по выражению выдающегося канадского экономиста Пьера Фортена, «великий канадский экономический спад»²¹¹.

Фортен сравнил его с Великой депрессией 1930-х. Мерой, которую он использовал, было совокупное падение доли работающего населения страны трудоспособного возраста по отношению к пиковым показателям. В 1996 г. этот показатель уже составлял 30 % от аналогичного показателя в США во время Великой депрессии²¹². Фортен сделал вывод, что та рецессия была ненамного хуже. В 1996 г. он не мог знать, что на восстановление экономики потребуется еще четыре года.

Фортен составил большой список возможных причин экономического спада, включая торговую и бюджетную политику, уровень минимальной зарплаты и жесткую кредитно-денежную политику — и при этом довольно быстро отменил все причины, за исключением последней.

В 1987 г. канадцы выбрали нового главу своего Центробанка, Джона Кроу. Кроу родился в Лондоне, окончил Оксфорд, двенадцать

лет проработал в Международном валютном фонде, а затем перешел в научно-исследовательский отдел Банка Канады. Там он уверенно поднимался по служебной лестнице: заместитель начальника научно-исследовательского отдела, начальник научно-исследовательского отдела, советник управляющего, заместитель управляющего. Когда Кроу занял пост управляющего, инфляция составляла 4,8%. Обязанность банка сохранять стабильные цены он воспринял со всей серьезностью. Кроу твердо верил и в теорию естественного уровня, и в способность Центробанка снизить инфляцию. Последнюю задачу он выполнил успешно: в 1993 г. инфляция снизилась до 1,8% - но за это пришлось заплатить ужасную цену²¹³. Безработица достигла уровня, невиданного со времен Великой депрессии. В 1992 г. она составляла 11,3%²¹⁴.

И все же Кроу гордился достигнутым. С его точки зрения, издержки снижения инфляции были временными, тогда как выгоды, вследствие изменившихся ожиданий, должны были быть постоянными. Кроу защищал свою политику так энергично, что канадская пресса называла его «агрессивным и резким». В 1994 г. его сменил Гордон Тиссен, который, в отличие от своего предшественника, был безупречно вежлив. Но и он был взращен в том же питомнике Банка Канады, что и Кроу, поэтому на протяжении еще семи лет продолжал политику своего предшественника, нацеленную на радикальное снижение инфляции.

Эта история должна служить предупреждением. Сегодня мы наблюдаем переизбыток веры в теорию естественного уровня. За прошедшие четверть века США проводили разумную кредитно-денежную политику, соблюдая аккуратный баланс между «сдвоенной» целью — стабильностью цен и полной занятостью. Но мы опасаемся, что в будущем совете ФРС окажутся идеологи, для которых теория естественного уровня - нечто большее, нежели просто полезная метафора, и они сочтут своим долгом любой ценой увязать стабильность цен с нулевой инфляцией. Хватит горстки ярых приверженцев этой не совсем верной теории, чтобы породить наш собственный «великий американский экономический спад».

Скажем больше: именно наша обеспокоенность таким вариантом развития событий послужила одним из главных мотивов для написания этой книги. Если — и когда — такой идеологический переворот произойдет, нам останется лишь надеяться, что и председатель, и совет ФРС будут следовать линии поведения Кроу, а не его преемника Тиссена. То есть они не будут безупречно вежливы.

Почему мы так легкомысленно относимся к сбережениям?

Влияние иррационального начала стало для нас очевидно, когда мы общались со своими студентами. На одной из своих лекций Роберт Шиллер спросил их: «Почему бы вам не откладывать 30 или больше процентов своего дохода?» Такой вопрос должен был повергнуть аудиторию в шок, поскольку среднестатистический житель США ни цента не сберегает «на черный день». Но, как ни странно, реакция была спокойной, и все студенты пришли к выводу, что такая экономия не потребует больших жертв. Они отметили, что в этом случае тратили бы столько, сколько студенты, получившие дипломы пятнадцать или двадцать лет назад, поскольку реальные доходы увеличиваются примерно на 2% в год, а тогда люди жили не хуже.

В конечном итоге все это означает, что студенты просто не задумываются над этим вопросом. Поэтому они весьма подвержены влиянию иррационального начала, которое и определяет объем сбережений населения, столь важный для экономики. В краткосрочном плане увеличение желательного уровня сбережений под воздействием внешних причин всего на два процентных пункта может подтолкнуть экономику к спаду, что мы, похоже, и наблюдаем сейчас. В долгосрочном плане это приведет к значительному увеличению накопленных богатств. Так что именно во влиянии иррационального начала на сбережения и следует искать ключ к пониманию нашей экономической неустойчивости и перспективы роста.

Долгосрочные последствия и значение сложных процентов

Разбогатеть можно множеством способов. Изобретите, например, факс. Получите монополию на операционную систему для большинства работающих в мире компьютеров. Купите золотой рудник, толь-

ко что прекративший производство из-за слишком высокой себестоимости и ждите, пока цена на золото не подскочит до \$1 000 за унцию. Станьте лучшим хирургом страны. Станьте адвокатом и выиграйте громадный коллективный иск. Унаследуйте большое состояние. Кто-то так и поступает, но большинство считает, что все здесь слишком зависит от удачи.

При этом существует (или, во всяком случае, существовал в недавнем прошлом) один доступный для всех способ стать относительно богатым - а именно сэкономить кучу денег. Вложить их на долгий срок в фондовый рынок, где норма прибыли с поправкой на инфляцию составляет 7% годовых. Давайте представим неких Кристину и Дэвида, которые в двадцать лет начали откладывать по \$10 000 в год и делают это в течение десяти лет. Свои сбережения они инвестируют в фондовый рынок - с расчетом изъять их, когда выйдут на пенсию. В этом случае, даже если после тридцати лет они не отложат ни гроша, их ждет безбедная старость. Ведь если рынок сохранит тенденцию, которой он придерживался на протяжении последних ста лет, то к шестидесяти пяти годам у Кристины и Дэвида будет более \$3 миллионов. А если они продолжают делать сбережения и после тридцати, то станут еще богаче.

История выдуманных нами Кристины и Дэвида отражает основные положения экономической теории выдающегося экономиста-консерватора Мартина Фельдштейна, который считал своей личной миссией побудить отдельных людей и целые страны делать больше сбережений. Благодаря чудесам, творимым сложным процентом, даже весьма незначительное увеличение сбережений (особенно сделанное в молодом возрасте) окупится сторицей, когда человек уйдет на покой.

Кстати, один из авторов этой книги получил прямую выгоду от учения Фельдштейна. В 1970-х, когда Гарвард принял очередную группу молодых профессоров, в том числе и супругу Джорджа Акерлофа Дженет Иелен, университет сразу же начал делать взносы на их пенсионные счета. Однако на эти счета не начислялось никаких процентов, пока их владельцы не заполнят распоряжения о том, как инвестировать деньги. Дело было несложное, от силы на полчаса. Но Фельдштейн заметил, что большинство профессоров заполнили свои декларации только спустя пять-шесть лет, уже когда покидали Гарвард (лишь немногие из них получили постоянные места в штате). Дженет

сразу прислушалась к советам Фельдштейна, и с тех пор семья стала богаче на \$15 000. Неплохой доход за полчаса работы – и хороший пример того, что такое сложный процент.

Но когда мы рассказываем о сложном проценте своим студентам, у них от скуки закрываются глаза. Они осознают, что смогут таким образом обеспечить себе безбедную старость, но с трудом представляют, зачем это нужно. Наши студенты не в состоянии представить себя стариками и понять, на что будут тратить эти «лишние» деньги. А если сбережения достанутся внукам, то что будут делать с ними те? Откроют ли такие деньги большие возможности перед ними или, наоборот, испортят их? Будут ли внуки им благодарны или воспримут все как должное?

Похоже, наши студенты так всерьез и не задумывались о тех долгосрочных возможностях, которые открывает сложный процент, а когда мы предъявляем им факты, они не в состоянии вникнуть в вопрос и дать определенный ответ, сколько же готовы отложить. Они просто до конца не осознают, что смысл и цель сбережений – обеспечить себе будущее. Обсуждение этих тем с молодежью показывает, насколько абсурдны выстраиваемые экономическими теоретиками модели, в которых молодые люди деловито подсчитывают, сколько они выгадают или прогадают, потратив деньги не сейчас, а в будущем.

А когда люди не в состоянии руководствоваться в этом вопросе экономическими соображениями, они обращаются к другому источнику – своему иррациональному началу. И тут вступают в действие такие элементы нашей теории, как уверенность, доверие, всевозможные тревоги и страхи, а также истории о нынешней и будущей жизни.

Роль фрейминга

Нет ничего удивительного, что в разных странах принято по-разному относиться к сбережениям. Где-то чистые сбережения составляют до трети национального дохода, а где-то это отрицательная величина. В начале 1980-х уровень личных сбережений в США составлял около 10%. В последнее время он снизился до отрицательных значений. Увеличилось количество личных банкротств и столь же резко упал объем накоплений, что явно связано со снижением нормы сбереже-

ний. Разный уровень сбережений и у разных людей: это проявляется в частности, в размере пенсионных накоплений²¹⁶.

Такой разброс — загадка для принятой сейчас экономической теории сбережений, согласно которой люди делают выбор между тем, чтобы отложить свои средства или потратить их. Они постоянно думают, что лучше: потратить доллар сегодня или сохранить его на будущее. В последнем случае возникает дополнительная ожидаемая выгода в виде аккумулированного процента. Как мы убедимся, такая теория работает, но только в определенном контексте, поскольку отражает лишь часть соображений, заставляющих нас копить деньги. Между тем эта теория явно противоречит многим фактам. В частности, она вообще не замечает существующего разброса в объеме отложенных денег. Почему сбережения столь чувствительны к малейшим сигналам и к любым институциональным изменениям? Чтобы понять это, существующую теорию следует значительно дополнить.

Мы считаем, что сбережение — отчасти результат общепринятых базовых экономических мотиваций. Люди хотят подкопить денег на старость, оставить что-нибудь детям в наследство, завещать церкви или своему учебному заведению. Но общепринятая теория не позволяет детально объяснить это поведение. Решение о потреблении или сбережении определяется во многом историями о нынешней и будущей жизни. Именно они создают фрейминг, который определяет ответ на простой вопрос: «Что лучше: сэкономить этот лишний доллар (юань, динар) или потратить его?» Истории все время меняются, внося элемент иррационального начала в решение о сбережении.

Влияние фрейминга распространяется на несколько уровней. Его можно видеть в торговых центрах, где люди оплачивают кредитными картами покупки, от которых отказались бы, немного подумав. Есть экономические эксперименты, демонстрирующие влияние фреймов на желание сберечь или тратить. Фрейминг в действии можно наблюдать и в том, как по-разному относятся к этому вопросу в разных странах, например в США и Китае. Растет число банкротств физических лиц в США — тут тоже сыграл свою роль фрейминг, потому что все меньше людей стали воспринимать это как личную неудачу²¹⁷.

Понять, сколько денег откладывать, а сколько тратить — непросто, ведь трудно представить себя в отдаленном будущем и решить, сколько денег понадобится. Некоторые вообще стараются не думать о будущем. Поэтому в такой ситуации мы весьма внимательно при-

слушиваемся к разного рода сигналам — то есть действиям и взглядам окружающих. Так, на уровень потребления и сбережений могут влиять патриотические настроения, возраст и социальная среда. Так, в Америке считается, что сбережения надо делать главным образом на старость, а молодой человек, задумывающийся о таком отдаленном будущем, выглядит странным. Сигналы могут быть и более прямыми. Например, кредитная карта как будто так и кричит: «Трать! Трать!» А обязательные взносы в рамках пенсионных программ и предлагаемые «по умолчанию» способы размещения этих средств тоже воспринимаются как рекомендации.

Разброс в сбережениях объясняется склонностью к спонтанным действиям, свойственной людям, в сочетании с восприимчивостью к вышеописанным сигналам. Неудивительно, что многие рекомендации, построенные на общепринятой теории сбережений, которая, в свою очередь, основывается на базовых понятиях экономики и, следовательно, ничего не может сказать об этих сигналах, — часто оказываются попросту ошибочными.

Экономисты Херш Шефрин и Ричард Тейлер провели эксперимент, который демонстрирует любопытное свойство людей. Они задали испытуемым вопрос: «Сколько вы потратите, если вам неожиданно дадут \$2 400?» и предложили им три ситуации. В первой это был дополнительный бонус на работе, выплачиваемый в объеме \$200 в месяц на протяжении предстоящего года. Медианное значение потраченной суммы в этом случае составило \$100 в месяц, или \$1 200 в год. Во второй ситуации речь шла об однократной выплате \$2400 в текущем месяце. Медианное значение на сей раз показало \$400 сразу и еще по \$35 ежемесячно на протяжении следующих одиннадцати месяцев, т. е. \$785. Третья ситуация предполагала получение наследства, которое будет на пять лет положено в банк под проценты; в конце этого срока испытуемый получит те же \$2400 плюс все проценты (так что текущая стоимость наследства - все те же \$2400). В этом случае медианное значение составило ноль²¹⁸.

Рациональная экономическая теория предполагает, что во всех трех ситуациях испытуемые потратят одинаковое количество денег. Шефрин и Тейлер интерпретировали этот эксперимент так: в зависимости от ситуации люди мысленно кладут свои деньги на условные счета — текущие доходы, депозитный счет и будущие доходы, с которыми они обращаются совершенно по-разному. Объем денег, предназначенных

для трат, зависит от того, как человек формулирует для себя ответ на вопрос: «Сколько мне нужно оставить в виде сбережений?»

Из всего этого очевидным образом следует, что на объем сбережений важнейшее влияние оказывают контекст и точка зрения. Анализируя психологические фреймы, мы можем даже угадать, что думают по поводу своего будущего наши студенты и доценты Гарвардского университета.

Представим себе вчерашнюю аспирантку, только что получившую место профессора в Гарварде. Она по праву гордится защищенной (наконец-то!) диссертацией. Работает она не где-нибудь, а в Гарварде — лучшем из лучших университетов мира. Прежде всего аспирантка будет жить в соответствии с ожиданиями, что привели ее сюда, — и уж в последнюю очередь будет думать о заполнении бланков, касающихся ее ухода на далекую-далекую пенсию. Так же примерно думают и наши студенты. Их волнует прежде всего то, как они завоюют мир, а в этих условиях мысли о старости воспринимаются как нечто нездоровое. Как можно думать о пенсии, когда еще и карьера-то толком не началась?

Неопределенность механизмов, влияющих на решение об откладывании денег на будущее, подтверждается и другими исследованиями. Ричард Тейлер и Шломо Бенарци разработали специальный план сбережения средств под названием «Сбереги больше завтра» и внедрили его на одной производственной фирме средних размеров. Цель плана — преодолеть свойственное работникам желание откладывать решение этого вопроса до последнего. План позволял указать не только какой процент нынешней зарплаты, но и какой процент будущей, увеличивающейся со временем компенсации, следует откладывать на пенсионный счет. Даже такая не очень агрессивная мера позволила изменить объем сбережений. Работники предпочли откладывать довольно скромную долю своих текущих доходов, но при этом выделили на сбережения значительно большую часть будущих прибавок к своим зарплатам и окладам. В течение короткого времени средний уровень сбережений удвоился²¹⁹.

Еще одно наблюдение вновь указывает на взаимосвязь между пенсионными взносами и тем, как люди определяют свою норму сбережений. Главным образом по просьбе поведенческих экономистов в 1998 г. были приняты поправки к законам о налогово-льготных пенсионных планах (401 (k)). Конгресс США разрешил компаниям автоматически откры-

вать программы пенсионных сбережений для своих служащих, которые могут отказаться от этого, заполнив специальную форму. С тех пор эта практика становилась все более распространенной среди американских компаний. В результате стало намного легче стимулировать пенсионные сбережения, и число работников, пользующихся этими программами, выросло с 75 % до 85–95%²²⁰. Здесь важно отметить, что большинство работников оставляют свои взносы в точности на уровне, заданном по умолчанию²²¹. Похоже, они просто не знают, сколько именно им надо сберегать, и предпочитают полагаться на «автоматику».

Анна Мария Лусарди и Оливия Митчелл провели исследование, которое показало, как мало людей сознательно планируют свои сбережения (а следовательно, и не стоит удивляться, что количество откладываемых денег может в большой степени зависеть от самых разных советов и указаний). Они включили вопросы о планировании пенсий в анкету, которая раздается участникам опроса о качестве здравоохранения и пенсионного обеспечения в США (его участниками становятся случайно выбранные американцы старше 50 лет). Любопытно, что, хотя большая часть заполнивших анкету уже были на пенсии, только 31 % из них указали, что когда-либо пытались составить подобный план²²². А из них только 58 % сказали, что план разработать им удалось²²³. Мы находим в высшей степени примечательным, что у столь малого числа людей возникают мысли о том, как они проведут значительную часть своей сознательной жизни.

Кстати, не следует забывать, что пенсионный возраст длится довольно долго. На сегодняшний день мужчина пятидесяти лет с вероятностью 48 % доживет до восьмидесяти. Пятидесятилетняя женщина проживет еще тридцать лет с вероятностью 62 %. И не такая уж редкость для женщины дожить до девяноста (доживают 26%)²²⁴.

Почему ошибаются традиционные теории сбережения

Внешне бессистемный характер сбережений, неумение откладывать деньги, чувствительность к фреймингу — все это замечательно уже тем, что никак не вписывается в правила решений по сбережениям, о которых говорят экономисты.

Кейнс полагал, что большинство людей почти не задумываются о том, сколько им оставить денег на будущее. По его представлениям,

они лишь автоматически реагируют на изменения в своих доходах: «Люди склонны, как правило, увеличивать свое потребление с ростом дохода, но не в той же мере, в какой растет доход»²²⁵. Между этим взглядом на потребление и загадкой разброса в сбережениях, которой посвящена данная глава, нет никакого противоречия. Более того, аккуратная оговорка Кейнса как раз и есть признание отсутствия определенности, свойственного, по нашему мнению, решениям о сбережении. Но после Кейнса взгляды экономистов на потребление стали «закостеневать», и предположение, что сбережения есть результат рациональных оптимизационных решений, тихой сапой возвратилось в экономическую науку.

Экономисты искали более точную модель, которую можно было бы взять за основу эконометрических исследований. Из появившейся в то время теории оптимального управления и динамического программирования они выработали представление, будто люди точно оценивают все дополнительные выгоды от расходования денег в различные моменты времени. Сегодня это основная парадигма исследований не только в макроэкономике, но и во многих других направлениях экономики²²⁶.

Разумеется, сбережения осуществляются тогда, когда люди имеют экономические мотивы для этого. Теория, учитывающая только такие мотивы, на самом деле корректно и обоснованно прогнозирует один из наиболее очевидных аспектов потребления — потребление на протяжении жизненного цикла²²⁷. Она справедливо полагает, что большая часть населения США и других стран в среднем склонна в молодости накапливать определенный капитал, а затем постепенно тратить его в пожилом возрасте. Даже для тех, кто не слишком последовательно планирует будущее — о них-то мы и пишем в нашей главе, — это положение не является поразительным откровением. Даже те, кто сберегает, не придерживаясь четких планов, демонстрируют в своих поступках рациональное начало, вполне достаточное для объяснения их поведения. Но общепринятая теория почти ничего не говорит о том, почему в сбережениях существует такой разброс. Значит, в каком-то очень важном аспекте она либо неполна, либо неточна.

Примечательно и то, что, хотя в рамках стандартной экономической теории предполагается, что решения по сбережениям являются оптимальными, эту теорию нельзя использовать для анализа вопросов, которые больше всего волнуют нас в сфере сбережения. Если ре-

тения людей по поводу сбережений действительно оптимальны, тогда в любом случае они сберегают ровно столько, сколько нужно. Но подобными предположениями мы лишь отмахиваемся от проблемы, а не решаем ее.

Согласно нарисованной нами картине, люди не очень задумываются, когда начинают делать сбережения. Гораздо большее влияние на них оказывают «сигналы» — различные формальные и психологические фреймы. И в результате большинство людей сберегают недостаточно денег, что делает их уязвимыми в старости.

Недостаточность сбережений — это, разумеется, весьма распространенное понятие в большинстве развитых стран. В одном американском социологическом опросе 76 % респондентов заявили, что они сами недостаточно откладывают средств. В другом предлагалось ответить на два вопроса: «Сколько вы сберегаете?» и «Сколько, по-вашему, вы должны сберегать?» Примерно 10%-ная разница (с поправкой на уровень дохода) в ответах на эти два вопроса указывает, что люди считают, что надо бы откладывать значительно больше²²⁸. Компенсируя этот недочет, правительства большинства развитых стран оказывают значительную поддержку пожилым пенсионерам. Помимо того, большое число работодателей откладывают часть зарплаты работников в пенсионные фонды, а также субсидируют их. Многие виды вкладов не облагаются налогами. И все-таки, несмотря на все эти меры, все знают, что сбережения большинства семей никак не дотягивают до уровня, необходимого для поддержания привычных объемов потребления после выхода на пенсию²²⁹.

Нередко эти вопросы становятся главными в политической повестке дня. Администрация Буша не сталкивалась с серьезным сопротивлением своим принципиальным предложениям, пока не попыталась приватизировать систему социального страхования. И здесь общество впервые оказало ей сопротивление. Среднестатистическая американская гражданка, возможно, и не гений по части финансового планирования, но имеет, по крайней мере, общее представление о том, насколько будет зависеть от социального страхования в старости. Гэри Бартлесс из Института Брукинга провел исследование, точно определяющее эту зависимость²³⁰. Он разделил население от 65 лет и старше на квинтили (группы по двадцать процентилей) в зависимости от дохода. В каждой из четырех нижних квинтилей (от 0 до 80-й процентиля) более половины дохода, не являющегося зарплатой, по-

ступало от органов социального страхования, причем в трех нижних квинтилях средства, поступающие от социальных органов, значительно преобладали. То, что подавляющее большинство населения зависит от системы соцстраха, объясняет как общественную реакцию на предложения администрации о ее приватизации, так и популярность социального страхования как программы. Люди зависят от нее, потому что их собственные пенсионные сбережения крайне скудны.

У Джорджа Акерлофа, который входил в один из второстепенных консультационных экономических комитетов во время избирательной кампании Джона Керри²³¹ в 2004 г., есть личный опыт, подтверждающий это. С первого до последнего собрания, которые проходили раз в две недели, Акерлоф настаивал, чтобы Керри высказался в поддержку сохранения социального страхования в существующем виде. Настойчивость его была такова, что ближе к выборам Остан Гулсби (ныне ведущий советник президента Барака Обамы) стал шутить: «А теперь слушаем Джорджа, который поведает нам, что Керри должен развести демагогию на тему соцстраха». Однако Керри воздержался от критики предложения Буша о приватизации, поскольку не сумел разработать план, способный сохранить существующие схемы социальных выплат без дополнительного вливания средств со стороны. Мы тогда понимали эту проблему, но не считали ее первостепенной. Согласно оценке института Брукингса, сохранение социального страхования на текущем уровне потребует затраты в размере 2% от налогооблагаемого дохода²³². Мы считали и продолжаем считать, что ошибка Керри стоила ему президентского кресла.

Сбережения и национальное богатство

Рассмотрим еще один вопрос, связанный со сбережениями. Не секрет, что у разных государств разный уровень национального богатства: у богатых доход на душу населения может быть в 200 раз больше, чем у бедных, и даже почти в 1 000 раз, если включить в это сравнение Люксембург и Бурунди²³³. Доходы и богатство зависят от степени свободы торговли в стране, от квалификации населения, от географических условий, текущих и прошлых войн, степени развитости политических и юридических институтов. В последнее время экономисты подчеркивают роль научно-технического прогресса как главного фактора экономиче-

ского роста. Но классические экономисты, такие как Адам Смит, особое внимание уделяли накоплению капитала посредством сбережений.

Даже сегодня многие страны, особенно в Восточной Азии, относятся к его теориям со всей серьезностью. Стратегию сбережения они избрали своим способом борьбы с бедностью²³⁴. Самое яркое подтверждение этому - Сингапур, где в 1955 г. учредили Центральный фонд социального обеспечения, который можно сравнить с придуманной Тейлером и Бенарци программой «Сбереги больше завтра». Только кому и сколько платить, решает государство. Сначала сумма отчислений от работника и работодателя составляла по 5%, однако потом, в 1983 г., этот показатель вырос до 25% (таким образом в фонд стали отчислять 50% зарплаты!). Уровень взносов плавающий, и сейчас высокооплачиваемые работники в возрасте 25–50 лет отдают государству 34,5% своей компенсации, а их работодатели - 20%²³⁵. В результате не просто формировался пенсионный фонд, из которого тут же выплачивалась зарплата имеющимся пенсионерам, а эти средства действительно инвестировались. Благодаря Фонду валовой уровень национальных сбережений в Сингапуре на протяжении нескольких десятилетий составлял приблизительно 50%²³⁶.

Автор этого плана, Ли Куан Ю, долгое время занимавший пост премьер-министра Сингапура, — возможно, один из самых выдающихся экономических мыслителей XX века. Его «сберегательная» экономика стала примером для Китая, который принял на вооружение успешный опыт Сингапура и уже несколько десятилетий показывает существенный экономический рост. Разное отношение к сбережениям в Китае и США, находящихся на противоположных концах спектра, позволит разобраться, почему в этом вопросе бывает такой разброс.

Уровень сбережений в Китае один из самых высоких в мире, по этому показателю эту страну опережают Сингапур и Малайзия. Своим поразительным экономическим успехам с начала 1980-х Китай во многом обязан именно этому²³⁷. Общий валовой объем сбережений (включая амортизацию) в Китае с учетом личных, корпоративных и государственных сбережений (превышение налогов над расходами) за последние годы приблизился к половине ВВП. Валовой объем личных сбережений в 1990-е превышал 20% и остается высоким до сих пор.

На протяжении многих десятилетий правительства как США, так и Китая стремились всячески заставить людей откладывать больше.

В начале 1950-х в США появились специальные налоговые льготы — личные пенсионные счета, льготные пенсионные планы 401 (k) и 403(b) и казначейские сберегательные облигации.

В коммунистическом Китае, где не было подоходного налога, население заставляли сберегать больше за счет пропагандистских кампаний, в том числе агитационных плакатов, которые некоторые коллекционируют. На плакате 1953 г. изображена группа счастливых рабочих, вносящих деньги в Народный банк Китая в обмен на государственные облигации. На плакате 1990 г. герой коммунистической пропаганды Лэй Фэн с улыбкой выводит на копилке слово «Сберегай!». В этот же период на улицах китайских городов появились большие красные транспаранты: «Да здравствуют сбережения!». Именно этим патриотическим кампаниям Китай обязан своему нынешнему высокому уровню сбережений.

Современная экономическая история Китая началась в 1978 г., спустя два года после смерти председателя Китайской коммунистической партии Мао Цзэдуна. В своей эпохальной речи на третьем пленуме XI съезда КПК вице-премьер Дэн Сяопин недвусмысленно заявил, что правительство будет поддерживать частные инвестиции. Так началась эпоха китайского экономического чуда.

В конце 1970-х небольшие китайские деревни, например Хуаси и Лютуань, осуществили инвестиции в местное производство. Успех принес им славу, они стали образцом для всего Китая. В этих деревнях сбережения - в виде труда или денег, вложенных в местные предприятия, — были, по сути, требованием, выдвинутым старейшинами.

Один из наших студентов, Энди Ди У, отправился по нашей просьбе в деревню Лютуань, чтобы проинтервьюировать ее мэра Шао Чанцзуэ²³⁸. Мы хотели узнать, как руководство сумело заставить людей пойти на такие жертвы для укрепления бизнеса. Шао Чанцзуэ руководил деревней несколько десятков лет — все то время, что она превращалась из бедной социалистической общины в образец бережливости и предприимчивости для всего Китая.

Еще в 1972 г. Шао сам положил начало переменам в Лютуани, нелегально поставив у себя сталеплавильную печь. Когда реформы позволили легализовать этот бизнес, в 1982 г. он передал печь деревне, жители которой стали акционерами его предприятия. На вопрос о том, что же заставило мэра передать свою собственность деревне, Шао ответил: «По разным причинам. Самая главная: я не хотел выделяться на фоне односельчан. Если бы они оставались нищими, тогда как я процветал,

я бы чувствовал себя ужасно. Хочу иметь возможность смотреть в глаза своим землякам. Разве можно процветать, когда вокруг все бедные?»

Когда Энди попросил объяснить, как такие взгляды уживаются с припаркованным возле его дома BMW-765, Шао сказал, что купил эту машину для сына. «Кроме того, многие жители деревни могут позволить себе такой автомобиль. Просто они его не покупают. Мы, старики, на самом деле не очень любим все это, а молодежь, вроде вас, обожает модные машины и стильную одежду. А мы по-прежнему берем пример с Лэй Фэна: главное - умеренность и борьба с суровыми условиями жизни», – добавил он.

Шао рассказал, что, уговаривая сограждан инвестировать в предприятие, он взывал к чувству патриотизма и коллективизма: «Я использовал три довода. Во-первых, у нас происходили изменения. Дэн Сяопин сделал Китай открытой страной, которую нам предстояло изменить и улучшить. Во-вторых, расположенные у нас предприятия должны были пойти на пользу всем ее жителям. В-третьих, я признался, что десять лет тайно занимался бизнесом, и знаю, как он устроен, так что моему управленческому опыту можно доверять. И земляки мне поверили, а я был благодарен им за это. Жители Лютуани любят свою страну и свою деревню, они готовы сделать все, чтобы изменить ее к лучшему».

Из такого энтузиазма жителей Лютуани и других деревень зародилась и стала завоевывать воображение китайского народа национальная история – история усилий и самопожертвования. Усилия прикладывал каждый гражданин, которым двигал патриотизм. Китайцы почувствовали, что в стране начинается новая историческая эпоха, которая вознесет их к вершинам достижений человечества. Китай восстановит свою былую славу, а самооценка каждого его жителя повысится. Сейчас для китайца бедность не зазорна, поскольку страна находится в переходном состоянии. Но однажды он с удовольствием расскажет внукам историю своей борьбы и самопожертвования.

Торговая галерея и кредитная карта

В Соединенных Штатах ситуация совершенно обратная. То, что мы поклоняемся торговым моллам и кредитной карте, свидетельствуют о нашем наплевательском подходе к сбережениям.

Любовный роман между американцами и их кредитными карточками выражается одной строкой статистики: у американских граждан на руках более 1,3 миллиарда кредитных карт. Это означает, что на каждого мужчину, женщину и ребенка в США приходится более четырех кредитных карт. Для контраста: на 1,2 миллиарда жителей Китая приходится всего 5 миллионов кредиток.

Некоторые экономисты полагают, что покупки посредством кредитных карт сыграли значительную роль в падении уровня сбережений в США. Приведем здесь некоторые экспериментальные данные. Ричард Файнберг, профессор кафедры потребления и розничной торговли в университете Пердью, задал испытуемым вопрос: станут ли они совершать покупки, если в поле их зрения окажется чужая кредитная карта? Оказалось, что при такого рода сигнале люди готовы совершить не только больше покупок, но и сделать это значительно быстрее. Файнберг сделал вывод, что у американцев выработался своего рода рефлекс — «стимул в виде кредитной карты вызывает ассоциацию с покупками»²³⁹.

Дразен Прелек и Дункан Симестер провели другой эксперимент, в ходе которого устроили аукцион билетов на местное спортивное соревнование среди студентов МБА. Некоторым участникам было предложено платить кредитной картой, другим — наличными, но при этом оплачивать покупку было одинаково удобно. В результате те, кто использовал кредитку, платили на 60–110% больше тех, кто пользовался наличными²⁴⁰.

Все эти эксперименты весьма показательны. Но статистически подтвердить, послужило ли очевидное распространение кредитных карт причиной падения сбережений, трудно. Уменьшение сбережений напрямую не соотносится с ростом популярности кредитных карт. Хотя есть множество вполне предсказуемых изменений, произошедших в экономике и повлиявших на потребительские расходы. Можно предположить, что к сокращению сбережений привел массовый рост стоимости акций и недвижимости в 1990-х и начале 2000-х. Более того, значительную часть долгов по кредитным картам можно объяснить сокращением объема кредитования в рассрочку. Но в целом, мы можем так никогда и не узнать, насколько кредитные карты повлияли на сокращение уровня сбережений в США.

Однако, даже если кредитные карты напрямую здесь ни при чем, они позволяют составить представление о том, как американцы видят

себя. Такая самоидентификация, вне всякого сомнения, служит одной из основных причин низкого и постоянно снижающегося уровня сбережений. Наша преданность кредитной карте и торговому центру – иллюстрация того, какое поведение американцы считают правильным²⁴¹.

Американцам свойственно гордиться своей страной как главным капиталистическим государствам в мире. В главе 3 мы уже говорили о двойственной природе капитализма: производителям выгодно продавать то, что потребители хотят покупать; но выгодно и побуждать потребителей покупать то, что производители хотят продать. Полагая себя неотъемлемой частью капиталистической системы, американец ощущает свое право, и даже обязанность, вкусить всех благ, которые капитализм производит и навязывает. Для этого нужна кредитная карта. Когда ему нравится что-то в магазине, он не должен отказывать себе. В этом, собственно, и заключается история про капитализм. Неудивительно, что при такой системе ценностей у американского гражданина много кредитных карт и мало сбережений, и неважно, заставляют ли его кредитки потреблять больше.

Эта точка зрения поддерживается одним любопытным фактом. Сейчас кредитных карт нет лишь у небольшого процента американцев, которые беднее среднестатистического жителя страны. Казалось бы, их финансовые активы должны составлять намного меньшую долю дохода в сравнении с состоятельными американцами. Однако это соотношение намного более высокое. Те, кто не разделяет «американскую мечту», отказываясь от кредитной карты, проявляют свой мятежный дух и другим способом – больше сберегая²⁴².

Выводы для разных стран

Политика в области сбережений может значительно повлиять на будущее страны. Прежде всего она определяет, какая будет старость у ее граждан. Грамотная политика социального страхования должна принимать во внимание нелюбовь людей планировать свое финансовое будущее: их решения, касающиеся сбережений, зависят от различных сигналов, возникающих в обществе. А без системы социального страхования уровень сбережений будет слишком низким, и исправлять такие ошибки следует с помощью грамотной политики. Эту задачу в большинстве западных стран выполняют пользующиеся популярно-

стью системы социального страхования. В общем, люди небезосновательно опасаются, что, будучи предоставленными сами себе, не смогут сберечь достаточно на старость.

В Соединенных Штатах приватизировать систему социального страхования и дать возможность населению самостоятельно определять свою пенсию было бы катастрофой. Народ не станет заниматься таким планированием. В то же время государство должно поощрять те сигналы, которые побуждают к сбережению, и подавлять те, что заставляют тратить.

Но США и, в меньшей степени, Западная Европа — это лишь один тип культуры, где принято больше потреблять. Страны Восточной Азии, например Сингапур и Китай, выработали иные культурные представления в этой области. Обе эти страны смогли сделать очень высокий уровень сбережений главным двигателем, позволившим добиться выдающегося экономического роста. Как мы убедились, политика в области сбережений тоже может быть ключом к экономическому развитию страны.

Загадку непредсказуемости и большого разброса в сбережениях объясняет иррациональное начало, которое крайне важно учитывать при формировании национальной политики в области сбережений.

Почему цены на финансовых рынках и объем корпоративных инвестиций так неустойчивы?

Никто так и не смог рационально объяснить безумные колебания цен на такие финансовые продукты, как, например, акции. Эти флуктуации существуют столько же, сколько сами финансовые рынки²⁴³. И несмотря на это, цена - первое, на что обращают внимание при принятии важнейших для экономики инвестиционных решений. Корпоративные инвестиции намного непоследовательнее, чем совокупный ВВП, но при этом именно они существенно влияют на экономические флуктуации. Все это вновь свидетельствует о том, что иррациональное начало играет центральную роль во взлетах и падениях экономики.

Реальная стоимость американского фондового рынка с 1920 по 1929 г. выросла в пять раз, после чего в 1929-1932 гг. вновь упала до исходного значения. С 1954 по 1973 г. этот показатель удвоился, потом рынок с 1973 по 1974 г. опустился до исходного значения. Между 1982 и 2000 г. реальная стоимость обращающихся на рынке бумаг увеличилась почти в восемь раз, после чего к 2008 г. уменьшилась вдвое²⁴⁴.

Проблема не только в том, что такие колебания сложно предсказать; даже после того, как они случаются, однозначного объяснения им нет.

Глядя на то, с какой уверенностью экономисты восхваляют эффективность рынка, можно подумать, что уж они-то точно знают, что движет фондовыми биржами, просто предпочитают держать эти знания при себе. Разумеется, они могут объяснить, почему меняются цены на акции каких-то определенных компаний. Но для фондовых рынков в целом их объяснения не работают²⁴⁵.

На протяжении многих лет специалисты исходя из базовых экономических принципов тщетно ищут убедительное объяснение движению цен на фондовом рынке. Представляется, что эти колебания невозможно объяснить изменением процентной ставки, дивидендов или прибыли — или чем-либо еще²⁴⁶.

«Базовые показатели экономики остаются стабильными» — подобные клише повторяют чиновники, пытаясь восстановить доверие населения после каждого значительного падения на фондовом рынке. И действительно, как правило, когда фондовый рынок обваливается, основные экономические показатели остаются неизменными; и объяснить происходящее, оперируя факторами, которые, по логике, влияют на него, невозможно.

С чего вообще мы взяли, что эти изменения не могли быть порождены базовыми факторами? Если они отражаются на ценах, значит, они позволяют прогнозировать будущие доходы по акциям. Теоретически, цена акции — это дисконтированная стоимость будущих доходов в форме дивидендов или прибыли. Но цены на акции слишком волатильны. Они подвержены колебаниям сильнее, чем дисконтированные потоки дивидендов (или прибыли), величину которых они якобы прогнозируют²⁴⁷.

Пытаться рассмотреть в ценах на акции информацию о будущих доходах — это то же самое, что пользоваться услугами сумасшедшего синоптика, который предсказывает то + 150°, то –100° в городе, где температура относительно стабильна. Даже если средняя температура предсказана им правильно и даже если его прогнозы позволяют узнать, что сегодня будет относительно жарко, а завтра — относительно холодно, пользы от него все равно немного. Предсказывай он одну и ту же температуру каждый день, в среднем его прогнозы и то были бы точнее. По этой же причине следует отказаться и от представления, что цены на акции отражают прогнозы будущих доходов, основанные на базовых экономических величинах.

Но даже этот очевидный факт не убеждает сторонников эффективных рынков в том, что их теория неверна. Они полагают, что движение цен на акции имеет под собой рациональную основу и дает представление о некоем событии, способном изменить базовые экономические факторы. Однако почему-то такое событие не происходило ни в прошлом веке, ни в позапрошлом. С их точки зрения, рынок остается наилучшим предсказателем будущих доходов, а чехарда цен происходит под влиянием изменений базовых экономических показателей. Они уверены: отсутствие значительного события не значит, что рынок иррационален. Возможно, они и правы. Но и наличие рациональных причин изменчивости цен тоже никто пока не доказал²⁴⁸.

Похоже, на цены влияют перемены в обществе. Андрей Шлейфер и Сендил Муллаинатан изучили, как меняется реклама Merrill Lynch. В начале 1990-х, до возникновения пузыря на фондовом рынке, на рекламе этой компании изображали деда и внука на рыбалке. Картинка сопровождалась текстом: «Может, лучше богатеть не спеша?». К 2000 г., когда рынок достиг своего пика и инвесторы были чрезвычайно довольны отдачей, реклама радикально изменилась. Теперь на ней появилось изображение компьютерного чипа в форме быка и текст: «Включайся... Играй на повышение...»²⁴⁹. После коррекции рынка Merrill вернулась к дедушке с внуком — они вновь стали терпеливо рыбачить рядом с надписью: «Доход на всю жизнь»²⁵⁰. Создатели этой рекламы — профессиональные маркетологи — тщательно отслеживают изменения, происходящие в массовом сознании. Почему мы должны считать их профессиональное мнение менее достойным внимания, чем мнение профессоров финансов и апологетов эффективного рынка?

Конкурс красоты и восхитительные яблоки делишес

В своей книге Кейнс сравнивает равновесие на фондовом рынке с популярным в его время газетным конкурсом. Участников просили выбрать из сотни фотопортретов шесть самых красивых лиц. Приз вручался тому, чей выбор окажется ближе всего к варианту, который выбрали большинство участников. То есть, чтобы победить, нужно было руководствоваться не собственными эстетическими соображениями, а представлениями окружающих о красоте. Но и эта стратегия не идеальна, ведь ее наверняка будут использовать и остальные. Так что правильнее выбирать те лица, которые остальные сочтут самыми красивыми по мнению большинства. А может, развить эту стратегию еще на одну-две мысленных ступеньки²⁵¹. Инвестирование в акции часто происходит похожим образом: быстро заработать, вкладываясь в компанию, которая, видимо, добьется успеха в долгосрочной перспективе, не удастся — для этого нужно выбрать компанию, которая, вероятнее всего, будет иметь высокую рыночную цену в краткосрочном плане.

История яблок сорта делишес²⁵² — это еще одна метафора для нашей теории. Сегодня вряд ли найдется много поклонников их вкуса,

но они продаются буквально везде. Часто это единственный сорт, который вам предложат в кафе, столовой или положат в подарочную корзину. Между тем в XIX веке их вкус был намного приятнее. Просто когда в 1980-х делишес стали самыми распространенными яблоками в США, потребители начали отдавать предпочтение другим сортам. Тогда садоводы попытались сохранить свою прибыль и переместили этот сорт в другую рыночную нишу. И тогда такие яблоки подешевели, превратившись в сорт, который принято считать самым вкусным по всеобщему мнению (или по мнению тех, кто думает, что все считают этот сорт самым вкусным)... Впрочем, для многих производителей вкус яблок — давно не самый важный показатель. Им важно удешевить производство за счет более высокоурожайных сортов и повышенных сроков хранения. Дополнительно снизить издержки позволяет сбор всего урожая в один день, а не по мере созревания плодов. Раз делишес покупают независимо от вкуса, зачем доплачивать за их улучшение? Рядовой покупатель не представляет, насколько низка себестоимость этих яблок и почему они так распространены, несмотря на свой, в общем-то, неважный вкус²⁵³.

То же происходит и со спекулятивными инвестициями. Многие не отдают себе отчета в том, насколько компания с известным именем могла измениться с течением времени и как могла обесцениться ее реальная стоимость. Акции, в которые никто на самом деле не верит, но которые сохраняют рыночную стоимость, — это и есть яблоки делишес в мире инвестиций.

Эпидемии и мультипликатор доверия на спекулятивных рынках

Очевидно, что инвесторы хотят быстро разбогатеть, когда рынок растет, и стремятся сохранить свои деньги, когда рынок падает. Это психологическая реакция на поведение рынка.

Если людям свойственно покупать при повышении биржевого курса и продавать в ответ на его понижение, то это приводит к еще большему изменению курса. Такое явление называется «ценовая обратная связь» (price-to-price feedback)²⁵⁴ — это порочный круг, поддерживающий цикл на какое-то время. Но в конечном счете пузырь

должен лопнуть, поскольку цена определяется исключительно ожиданиями дальнейшего ее повышения, а это не может длиться вечно.

Ценовая обратная связь сама по себе может и не быть достаточно сильной, чтобы породить крупные пузыри на фондовых рынках, которые все мы наблюдали. Но она может распространяться шире. В частности, существует обратная связь между ценами активов, когда рынок перегрет, и реальной экономикой. И эта связь увеличивает протяженность цикла и усиливает взаимное влияние цен.

Можно было бы и не обращать внимание на этот феномен, если бы он не был таким распространенным. Вступая в обратную связь с реальной экономикой, он затрагивает не только биржевых игроков, но и тех, кто не имеет к этой игре никакого отношения. Среднестатистический американец — допустим, бригадир завода Caterpillar в Пеории (штат Иллинойс), потерявший работу вследствие экономического спада, за свою жизнь не купил ни единой акции или другой ценной бумаги. Выбор — владеть акциями или вкладывать средства иным образом — определяется не столько требованиями экономической оптимизации, сколько, в первую очередь, особенностями социальной группы, к которой принадлежит человек²⁵⁵. Но даже те, кто владеет акциями, начинают по-разному с ними обращаться в ответ на колебания цен.

Между фондовыми рынками и реальной экономикой имеются, по меньшей мере, три вида обратной связи. Во-первых, когда цены на акции и недвижимость растут, желание откладывать деньги падает. Люди будут больше тратить, потому что начнут чувствовать себя богаче — ведь выросла цена их домов и акций, а это и есть часть их сбережений. Влияние цен активов на потребление называют влиянием богатства на потребление.

Во-вторых, цены на акции определяют объем инвестиций. Когда фондовый рынок падает, компании уменьшают расходы на новые производственные мощности и оборудование. В следующей главе мы покажем, что сокращение цены на отдельные небольшие дома заставляет компании сокращать объемы строительства.

Наконец, на инвестиции в бизнес и жилье колоссальное влияние могут оказывать банкротства. Когда активы падают в цене, должники перестают выплачивать долги. Это, в свою очередь, ставит под удар финансовые учреждения, служащие основным источником финансирования с привлечением заемного капитала. Когда эти учреждения

больше не могут выдавать новые кредиты — по причине собственного банкротства, из-за трудностей с привлечением средств, либо в силу того, что коррекция рынка заставила их избрать более консервативный подход к кредитованию, — это вызывает дальнейшее падение цен финансовых активов.

Так или иначе, движение цен на активы влияет на доверие людей и на экономику: образуется обратная связь «цены-доходы-цены». Когда цены на акции растут, доверие тоже растет, люди больше покупают и, следовательно, растут доходы компаний. Это, в свою очередь, приводит к дальнейшему росту цен на акции, но ненадолго. При обратной тенденции все происходит наоборот.

Этот механизм усиливается и за счет влияния кредитного цикла²⁵⁶. Когда цикл идет вверх, коэффициенты обеспечения (сумма, которую кредиторы передают инвесторам как процент от цены активов, внесенных в качестве поручительства) возрастают. Например, на рынке домов, рассчитанных на одну семью, на восходящей фазе цикла отношение объема средств, которые банки готовы выдать покупателям, к цене недвижимости возрастает. Расширение кредитования приводит к росту цены активов, стимулируя еще больший рост объема кредитов. То же, только наоборот, происходит, когда цена активов падает.

Кредитный цикл отчасти обусловлен требованиями банков к объему капитала. Когда цены активов растут, растет и капитал финансовых учреждений, использующих кредиты, что позволяет им покупать больше активов. На рост так отреагируют множество финансовых учреждений, объем скупаемых ими активов может быть настолько большим, что цены вырастут, благодаря чему они получат право на еще больший объем капитала. Возникающая вследствие этого волна обратной связи толкает цены все выше и выше. Напротив, если цена активов падает, финансовые учреждения с высоким левериджем вынуждены продавать эти активы, чтобы соблюсти требования к объему собственного капитала, а это приводит к дальнейшему падению цены активов и снижению коэффициента достаточности капитала этих учреждений. В результате они станут продавать еще больше активов, и возникает понижательная обратная связь²⁵⁷. В крайних случаях это может привести к установлению крайне низких, почти дармовых цен²⁵⁸.

Похоже, возможность такой системной обратной связи почти не предусмотрена в соглашениях Базель I (1988 г.) и Базель II (2004 г.),

в которых определены международные требования к банковскому капиталу²⁵⁹. Впрочем, эта обратная связь и необходимость свести ее к минимуму посредством так называемого макропруденциального регулирования в последнее время привлекает к себе все более пристальное внимание²⁶⁰.

Большинству людей сложно мыслить в категориях такой обратной связи. Для них повышение реальных доходов, сопровождающее бум на фондовом рынке (как, скажем, в 1990-х), доказывает, что все это имеет под собой рациональную причину. Они редко думают о том, что повышение доходов — это, возможно, лишь одно из временных проявлений подъема на фондовом рынке. Они воспримут рост арендной платы (как это было в США во время жилищного бума начала 2000-х) в качестве оправдания повышения цен на жилье, а не временного следствия этого роста.

Обратная связь и иррациональное начало

Рассмотрим пример того, как на цены акций влияет несколько видов обратной связи, зависящих, в свою очередь, от иррационального начала. Здесь мы увидим не только доверие, но и справедливость, а также истории — как вдохновляющие, так и обескураживающие.

Сравним японскую Toyota Motor Company, основанную в 1933 г., и аргентинскую Industrias Kaiser Argentina (IKA), созданную в 1955 г. История активов этих двух автомобильных компаний диаметрально противоположна. На момент написания этой книги рыночная капитализация Toyota оценивалась в \$157 миллиардов, а по данным Forbes, она занимает восьмую строчку в рейтинге крупнейших компаний мира (по совокупному показателю продаж, прибылей, активов и рыночной стоимости). Напротив, IKA после многолетних неудач, в 1970 г. была продана французскому автопроизводителю Renault и прекратила существование.

Почему же судьба двух фирм сложилась настолько по-разному? Почему в Японии цена акций выросла и что в Аргентине пошло не так? Аналитики могут привести множество причин, но, по нашему мнению, ведущая роль здесь принадлежит механизму обратной связи, сопряженному с иррациональным началом.

Компанию Toyota основала семья, к тому времени занимавшаяся обслуживанием механических ткацких станков²⁶¹. С самого начала поведение предпринимателей свидетельствовало не просто об уверенности в своих силах, но о нездоровой самоуверенности. К 1920-м у европейских и американских автопроизводителей был накоплен значительный опыт, у некоторых из них были сборочные заводы в Японии. При этом в стране не было промышленности, способной поддержать производство машин «с нуля». Например, здесь не делали станки для штамповки листового проката. Как не было, впрочем, и производителей листового проката. Создание Toyota стало ярким примером торжества отваги одиночек над общепринятым здравым смыслом. Так проявился тот извращенный оптимизм и патриотизм, побудивший эту страну в 1931 г. предпринять бросок в Маньчжурию.

Но такого рода самоуверенность была свойственна японской культуре и ранее. Это часть национальной философии, разработанной, в первую очередь, Юкити Фукузавой, который считается одним из основателей современной Японии²⁶². Фукузава активно продвигал историю об уверенности в своих силах и готовности учиться у иностранцев, утверждая, что нет ничего постыдного в том, чтобы энергично подражать чужим успехам. Это подражание он превратил в символ японской смекалки и изобретательности.

Напротив, когда в 1955 г. при мощной поддержке государства создавалась ИКА, в Аргентине не было собственной четко сформулированной философии, которая повысила бы инициативность аргентинцев и их веру в успех. Просто своего Фукузавы здесь не было. Более того, руководители ИКА были импортированы из США. Предприятие появилось благодаря тому, что правительство страны очень хотело иметь собственную автомобильную промышленность. Поэтому оно предложило Генри Кайзеру большие льготы. Провинция Кордова освободила Кайзера, который, кстати, к тому времени уже потерпел фиаско в качестве автопроизводителя в США, от уплаты налогов сроком на десять лет²⁶³.

Поддерживаемая государством, ИКА выживала лишь за счет протекционизма, и все об этом знали. Рабочие не верили ни в свое предприятие, ни в важность своей задачи. В 1963 г., когда руководство ИКА отплатило в неоплачиваемый недельный отпуск 9000 своих служащих, вопросы справедливости встали перед компанией крайне остро. «Рабочие тут же взбунтовались, захватили завод и согнали 150 началь-

ников смены и мастеров в покрасочный цех. Размахивая банками, в которых плескался бензин, они поклялись поджечь цех, если руководство не отменит свой приказ. Опасаясь за безопасность заложников, президент Kaiser Argentina Джеймс Маклауд пошел на попятный». В 1969 и 1972 гг. на ИКА произошли новые забастовки - с разрушениями и насилием. В 1972 г. правительство прибегло к крайней мере и вызвало армейские части на защиту завода.

Неудивительно, что в таких условиях инвесторы без энтузиазма отнеслись к идее продолжать вкладывать в ИКА. «С экономической точки зрения производить автомобили в Латинской Америке – полный нонсенс, - заявил финансовый директор одной крупной компании. – Если бы не пошлины, машины можно было бы ввозить сюда по цене всего на пару сотен долларов дороже, чем они стоят в Штатах или в Европе»²⁶⁴. Этот взгляд стал расхожей историей, вогнавшей в депрессию и курс акций ИКА, и работников завода. Единственная надежда оставалась на то, что непрекращающиеся государственные субсидии помогут сохранить бизнес.

Разумеется, в Японии автомобильная промышленность тоже получала поддержку государства. Закон о производстве автомобилей 1936 г. предоставил ей ряд налоговых и тарифных льгот. Но и Toyota, и Nissan появились за много лет до принятия этого закона. В противоположность ИКА, история создания и развития Toyota – это история самоуважения и уверенности. Японцы амбициозны: они каким-то образом прониклись чувством, что автомобильная промышленность – неотъемлемая часть великого будущего их великой страны. Исследуя истоки современной японской культуры, Эико Икегами прослеживает эволюцию уникального общественного уклада Японии, внешне представляющегося полным вежливости и формальных правил²⁶⁵. Но эта же самая культура как никакая другая способствует сотрудничеству людей в рамках масштабных проектов, и при этом они не выходят за установленные рамки, не оскорбляют самолюбия друг друга и не допускают несправедливости. Это позволяет свести вместе самых разных людей, почти не связанных друг с другом.

По словам Икегами, прежде чем поэзия хайку оформилась в том виде, в каком мы ее знаем сегодня, в Японии была распространена поэзия рэнга. Это стихотворения, написанные несколькими поэтами, каждый из которых сочинял свой небольшой фрагмент, который мог читаться и как самостоятельное хайку, но оценивался исключительно

как часть целого. Выражаясь метафорически, великие японские фирмы и есть наследницы этого поэтического жанра.

До окончания Второй мировой войны само понятие профсоюза было в Японии почти неизвестно²⁶⁶. Немногие существовавшие организации, как правило, забастовок не устраивали и не составляли коллективных трудовых договоров с руководством²⁶⁷.

В конце 1940-х под влиянием американской оккупационной администрации были организованы настоящие профсоюзы и даже Японский национальный союз рабочих автомобильной промышленности (Дзэндзи). Но японскому национальному характеру были по-прежнему чужды понятия «профсоюз» и уж тем более — «забастовка». Руководящее положение в Дзэндзи захватили коммунисты, против которых в Японии были настроены очень многие.

Поскольку большинство в Японии не принимало идею профсоюзов, а также в силу страха перед коммунизмом правительство страны решительно выступало против этого движения и после забастовки в Nissan в 1953 г. фактически разгромило существовавший профсоюз. При государственной поддержке был создан новый профсоюз, и вскоре эта компания предложила своим служащим пожизненные трудовые контракты.

Рабочее движение в Аргентине было, наоборот, очень сильным и воинственным, по меньшей мере со времен забастовки железнодорожников в 1910 г., когда в Буэнос-Айресе начались бунты, вызвавшие столь жесткую реакцию правительства, что город превратился в «военный лагерь»²⁶⁸. С этого времени противостояние рабочих и бизнеса играло большую роль в аргентинской политике. В 1946 г. к власти пришел Хуан Перон, при котором в стране была принята новая конституция, гарантирующая права трудящихся. Неудивительно, что враждебные отношения работников и работодателей весьма плачевно сказались на деятельности ИКА. Компанию потрясла затяжная серия забастовок, что не только резко повысило себестоимость продукции, но и вызвало падение производства до семидесяти машин в день²⁶⁹.

Почему же японские профсоюзы так сильно отличались от аргентинских? Все дело в самоощущении. В Японии рабочие-автостроители считали себя частью организации и не рассматривали каждое действие компании через призму справедливости. Для них успех организации — это их собственный успех. Политика пожизненного найма позволяла работникам отождествлять себя с корпорацией. Nissan хо-

тел усилить в своих работниках чувство веры в компанию. Эта тактика оказалась успешной.

Можно было бы предположить, что различное отношение к доверию и справедливости – постоянное свойство культур обеих стран. Но есть все основания полагать, что эти факторы с течением времени меняются (не только в пределах страны, но и даже компании) по мере того, как осмысляется успех предприятия и растет стоимость его акций. А из этого следует, что раз мы являемся частью системы обратной связи, в которой цена влияет на иррациональное начало, а оно – на цену, то наш мир крайне труднопредсказуем. Нынешние японские и аргентинские компании, а также люди, живущие в этих странах, могут значительно отличаться от тех, что мы описали в нашем экскурсе в прошлое. Они будут меняться и дальше, став частью бесконечной экономической обратной связи.

Большинство экономистов не любят такие истории про психологическую обратную связь. Потому что полагают, что в них сквозит пренебрежение к основополагающей концепции рациональности человека. Есть и другая причина: стандартных способов выражения человеческой психологии в виде формулы или цифры не существует²⁷⁰. Большинство экономистов считают уже предпринятые попытки выразить обратные связи в количественных величинах и включить их в макроэкономические модели чересчур произвольными – а потому эти попытки их не убеждают.

Иррациональное начало и движение цен на нефть

Цены на нефть, как и цены на акции, подвержены колоссальным колебаниям. Эти флуктуации были особенно сильны во время нефтяного кризиса 1973-1986 г.

Первая волна кризиса пришлась на 1972-1974 гг., когда страны, входящие в Организацию стран-экспортеров нефти (ОПЕК) ограничили объем добычи. Цена на сырую нефть увеличилась более чем в два раза с \$3,56 за баррель в 1972 г. до \$10,29 в 1974 г.²⁷¹ Министры стран ОПЕК открыто мстили за поражение арабов в Четвертой арабо-израильской войне (1973 г.). Но есть и другое, менее известное объяснение этим действиям. До 1973 г. орган с устаревшим названием «Техасская железнодорожная комиссия» определял время, когда в штате Техас можно добывать нефть. Ограничивая добычу, комиссия

поднимала цену на нефть, и это способствовало процветанию техасских производителей. В конце 1972 г. мало кто обратил внимание на то, что комиссия повысила квоту до 100%, т.е. фактически ликвидировала ее²⁷². Это означало, что отныне у ОПЕК развязаны руки. Организация могла сокращать добычу, повышать цены, и никто в США не мог ничего противопоставить ей.

Это был первый случай такого резкого роста цен. Но затем, в 1979 г., произошел новый резкий скачок. Цены удвоились и оставались высокими вплоть до 1986 г., поскольку поставки нефти из Персидского залива были нарушены Ирано-иракской войной. Затем вследствие тяжелой рецессии начала 1980-х картельное соглашение ОПЕК лопнуло, и цены на нефть упали вдвое.

Этот краткий обзор нефтяного рынка дает возможность предположить, что нефтяные цены определяются базовыми причинами — если не экономическими, то политическими и военными. Вероятно, они были и остаются доминирующими в этой области. Но мы видим также, что на этот процесс (хотя и в ослабленном виде) повлияли те же сложные обратные связи между доверием, объемом производства и ценами, что, как мы видели, влияют на фондовый рынок.

Рост нефтяных цен в 1970-е сопровождался усилением риторики на тему демографического взрыва и товарного дефицита, который этот взрыв породит. Когда спустя десятилетие нефтяной кризис закончился, выступления такого рода заметно поутихли, хотя и не исчезли совсем. Всего за полтора года до того, как ОПЕК ограничила производство, группа исследователей из Массачусетского технологического института под руководством Джея Форрестера (специалиста по вычислительной технике, двадцатью годами ранее создавшего систему записи данных на магнитных носителях для первого массового компьютера IBM 650) опубликовала довольно тревожный доклад. Его авторы пришли к выводу о том, что в мире заканчиваются природные ресурсы.

Исследование, озаглавленное «Пределы роста: доклад для проекта Римского клуба по изучению проблем, стоящих перед человечеством», предсказывало катастрофические экономические трудности в мировом масштабе. Согласно одному из сценариев, в конце XXI века следовало ожидать гибели от четверти до половины населения Земли. Острая нехватка природных ресурсов и обусловленный ею колоссальный рост цен в конечном итоге должны были привести к тому, что «уровень смертности будет повышаться из-за отсутствия еды и медицинского

обслуживания»²⁷³. Авторитет Форрестера добавил докладу убедительности, хотя критики и говорили, что он построен на весьма спорных допущениях. В то же время исследование отразило распространенную в те годы точку зрения, которая заставила министров стран ОПЕК организовать картель. Сократив добычу нефти, они рассчитывали не только получить выгоду в виде выросших цен на это сырье, но и сэкономить его на черный день, когда цена на него будет еще выше. Это решение, само собой, укрепило позиции тех, кто склонен прислушиваться к данным Римского клуба. Разве может быть более убедительное доказательство их правоты, чем выросшая в три раза цена на нефть?

Но затем случилось невозможное. После рецессии начала 1980-х цена на нефть упала. И хотя бы на некоторое время иссяк поток историй про исчерпание ресурсов. Это подтверждается частотой употребления слов «доказанные резервы» и «нефть» в архиве газет New York Times, Los Angeles Times и Washington Post (поиск велся с помощью программы ProQuest). В период с 1965 по 1969 г. статей с этими словами было всего 18; в 1970-1974 гг. - уже 60, в 1975-1979 гг. - 115, 137 статей в 1980-1984 гг., а между 1985 и 1989 г. таких статей было всего 73. Та же тенденция прослеживается и в публикациях, где упоминаются невозобновляемые ресурсы.

Разумеется, на протяжении этих лет экономические и политические факторы играли основную роль во взлетах и падениях ОПЕК и нефтяной индустрии в целом. И действительно, наши ресурсы небеспредельны (об этом свидетельствует, в частности, тот факт, что 2 июля 2008 г. цены на нефть достигли пика – \$145,31 за баррель). И, над нами нависает угроза глобального потепления. Но, несмотря на все эти отдаленные во времени угрозы для Земли и добычи, цена на нефть и связанные с этим ресурсом истории чрезвычайно напоминают поведение фондового рынка и царящие на нем мифы. Слишком уж они переменчивы.

И вновь повторим: кто бы там ни предсказывал погоду, его надо гнать в шею.

Рынки как двигатель инвестиций

Инвестиции в новую технику и оборудование, новые промышленные объекты, мосты, дороги, программное обеспечение, коммуникацион-

ную инфраструктуру не могут не иметь громадного значения для экономического процветания государства. Благодаря таким вещам появляется возможность производить технически сложную продукцию. Чем лучше будет этот инструментарий, тем более высоким станет наш уровень жизни. Если страна импортирует самую современную технику и программное обеспечение, а еще лучше – самостоятельно производит их, – ее работники просто обязаны учиться и следить за новейшими научно-техническими разработками. Благодаря инвестициям в эти области люди получают практический опыт работы с новейшими технологиями. Всесторонние исследования подтверждают, что страны с высоким уровнем подобных вложений имеют более высокий уровень жизни²⁷⁴.

Но при этом характер инвестиций в большинстве стран за редким исключением определяют не правительства, а бизнесмены. А коль скоро они руководствуются финансовыми соображениями, им нужно еще и верить в свои инвестиции. А поскольку решения они принимают, руководствуясь интуицией, то будущее многих стран в очень большой степени зависит от их психологии.

Студенты бизнес-школ изучают математическую оценку капиталовложений и теорию оптимальных инвестиционных решений. Но, когда компания на практике решает, сколько инвестировать, решающую, хотя и незримую роль начинают играть психологические факторы. Чтобы математически оценивать предстоящие капиталовложения и их окупаемость, необходим определенный набор входных данных: предполагаемые потоки ликвидности, ожидаемые капитальные затраты, ожидаемая реакция фондового рынка и корреляция с другими рисками. Более того, эти данные косвенно зависят от множества других факторов, таких как умение учиться на собственном опыте, устанавливать контакты и каналы сбыта, совместимость с другими инвестициями, влияние инвестиции на репутацию и рыночную нишу компании. Простого способа измерить эти факторы и внести в формулу все те цифры, которые требует теория капиталовложений, нет. А бизнесмены действуют в условиях высокой конкуренции, и решения им нужно принимать быстро, довольствуясь данными, которые у них есть под рукой.

Вернемся к автобиографии Джека Уэлча «Джек. Мои годы в GE», чтобы увидеть психологический подход к бизнесу в действии. Он пишет: «В то время как крупные компании ставили перед собой цель ра-

сти вместе с ВВП (валовым национальным продуктом), GE стала бы «локомотивом, который сам тащит экономику страны, а не вагоном, который за ней следует»²⁷⁵. Уэлч подчеркивал свое недоверие к разного рода подсчетам и расчетам: «Меньше всего мне хотелось пользоваться шпаргалкой лишь для того, чтобы заработать очки в глазах подчиненных (...). Десятки людей регулярно изучали «мертвые книги». Я же всегда знакомился с отчетами только после того, как кто-то проводил для меня их презентацию. Ценность таких встреч была для меня не в книгах, а в сознании и сердцах людей, которые приходили работать в Фэрфилд [штаб-квартира GE в Коннектикуте]. Я хотел проникнуть вглубь, заглянуть за эти тома и понять, чем руководствовались их составители. Мне нужно было увидеть жесты и мимику руководителей и услышать, каким тоном они произносят свои аргументы». Уэлч рассказывает о своей реакции на анализ инвестиций, проделанный одним его подчиненным: «Я вычеркнул анализ времени окупаемости на последней диаграмме и вписал слово «бесконечность» — в том смысле, что выгода от этих инвестиций будет существовать всегда»²⁷⁶.

Деловые люди принимают решения, не имея представления о будущем. Книга «Риск, неопределенность и прибыль», написанная сотрудником Чикагского университета Фрэнком Найтом в 1921 г., сегодня считается классической. Он проводит различие между тем, что понимают под риском экономисты, и неопределенностью, присущей практически всем решениям в бизнесе. По его мнению, риск можно измерить посредством математических вероятностей. Неопределенность же, напротив, измерить нельзя, поскольку не существует объективных критериев для ее выражения. Экономисты-теоретики до сих пор бьются над тем, чтобы понять, как люди обращаются с такой «настоящей» неопределенностью²⁷⁷. Постепенно все такие исследования все больше смещаются в сторону поведенческой экономики. И здесь как нельзя лучше подходит фраза Джека Уэлча про то, что он «нутром чувствовал», что поступает правильно: инвестиции делаются на основании интуиции, а не анализа. Этот подход распространяется на все общество, следуя законам психологии — в первую очередь, социальной.

Бизнес процветает за счет того, что создает будущее. А успешный бизнес — это ведь самое главное для экономики. Инвестиционные решения, способствовавшие росту компании, в этом контексте не имеют большого значения. История той или иной компании не зависит от

историй экономистов о строительстве новых фабрик и капиталовложений в оборудование. Изменение капитальных затрат в разные годы можно сравнить с колебанием количества пива, которое выпивают одни и те же игроки в покер на разных встречах. Ответа на вопрос, почему это количество в разное время разное, никто не знает (да никто и не запоминает такие подробности). Инвестиции — это лишь средство, а не цель. В какой-то важный момент они потребовались, а потом никто ничего не вкладывал, потому возникли проблемы, и возможность крупных инвестиций просто не обсуждалась.

Учитывая уже рассмотренные нами флуктуации цен на активы, представляется достаточно очевидным, что колебания в инвестициях отчасти вызваны изменением цен на активы и соответствующим изменением представлений о них. Уэлч заметил: «Настроение в компании зависело от тона статей о GE и котировок наших акций. Каждый положительный сюжет²⁷⁸ подбадривал организацию, а пессимистичные статьи давали скептикам надежду на воплощение их мрачных прогнозов».

Мы понимаем, что, говоря о сомнениях в связи между ценой на акции и уровнем инвестиций, нужно проявлять осторожность. Есть простая история, называемая «q Тобина», придуманная экономистом Джеймсом Тобином и его коллегой Уильямом Брейнардом. Из нее следует, что должна быть точная корреляция между положением на фондовом рынке и уровнем инвестиций²⁷⁹. Коэффициент q — это отношение рыночной стоимости компаний (стоимость акций плюс стоимость облигаций) к стоимости ее капитала — т. е. оборудования, станков, земли, материально-производственных запасов, программного обеспечения и т. д. Если стоимость компании начинает значительно превышать размер ее капитала, то, согласно этой истории, возникает стимул ее «размножить». Для этого потребуются приобрести дополнительные активы. Следовательно, инвестиции будут высоки при высоком q . И, конечно, создавать новую компанию необязательно, можно увеличивать размеры старой. Чем выше q , тем больше стимул к инвестированию²⁸⁰.

Коэффициент Тобина до некоторой степени справедлив, но, как оказывается, корреляция между q и инвестициями довольно слабая²⁸¹. Мы видим это на графике соотношения инвестиций (акционерного капитала) и q за последние сто лет. Отличная корреляция между инвестициями и q наблюдалась в 1920-1930 гг. В 1929 г. фондовый рынок и уровень инвестиций росли. Потом, в начале 1930-х, рынок и инве-

стиции рухнули. Затем снова начался рост, и в 1937 г. рынок достиг пика, практически выйдя на уровень 1929 г. в реальном исчислении. То же самое произошло с объемом инвестиций. В 1990-е, в период «бума миллениума», фондовый рынок был очень подвижен. Когда он рос, росли и инвестиции. Затем, после 2000 г., и рынок, и объем инвестиций стали синхронно падать.

Однако со времен Великой депрессии и до нынешнего дня было два важных периода, когда фондовый рынок падал, а уровень инвестиций оставался высоким. После Второй мировой войны рынок просел, но экономика крепла и стала настолько сильной, что в 1947 г. инфляция превысила показатель в 14%. В этот период q упал намного ниже единицы, но объем инвестиций остался высоким. И после первого нефтяного кризиса фондовый рынок рухнул весьма значительно - но уровень инвестиций по-прежнему был значительным. В чем же дело? Снова в инфляции: в 1974 г. она превысила 11%. В Главе 4 мы рассматривали типичную реакцию фондового рынка на инфляцию. Дело в денежной иллюзии, из-за которой рынок вопреки логике сокращается.

Хотя эти данные нельзя назвать полностью убедительными, в них содержится своего рода указание на то, что, когда рынки падают вследствие утраты доверия, сокращается и объем инвестиций. Но, если рынки падают вследствие инфляции, когда экономика по другим своим показателям остается сильной, инвестиции с большой вероятностью тоже останутся на высоком уровне²⁸². Эти данные, возможно, и не до конца исчерпывающи, но подобная интерпретация последнего столетия американской истории представляется нам вполне совпадающей с нашей теорией и представлениями о том, как ведет себя бизнес в течение экономического цикла.

Укрощение зверя: как заставить финансовые рынки работать на нас

Мы уже рассмотрели: причины, по которым финансовые рынки излишне подвижны; психологию, влияющую на эти рынки; и обратные связи между ними и реальной экономикой. Но что все это означает для экономической политики? Вся эта глава посвящена тому, что представления экономистов о том, как работает экономика в целом, слишком упрощены. А значит, надо уволить того, кто предсказывает погоду.

В роли синоптиков в американской экономике выступают обозреватели и политики, которые чем дальше, тем больше соревнуются в восхвалениях - и только в восхвалениях! — свободных рынков. Представление о чудесах, творимых экономическими свободами, - лишь еще одна история из тех, что подпитывали взлеты и падения фондовых и товарных рынков. На предыдущих страницах этой книги мы уже исполнили свой гимн капитализму: он был мажорным, но не без нескольких нот в миноре. Капитализм заполняет прилавки магазинов множеством товаров на любой вкус. Но на них может встретиться и «чудодейственный эликсир».

За последние одно-два десятилетия из хвалебных песнопений в честь капитализма минорная тональность исчезла начисто. Да, капитализм - это хорошо. Но при этом у него есть свои недостатки, поэтому его надо держать под контролем. А финансовым рынкам необходим особый контроль. В предыдущей главе мы говорили о том, как среднестатистическая американская домохозяйка терпеть не может думать о своих финансах; и если бы не система социального страхования, она закончила бы свои дни на паперти. Это означает, что регулирование на финансовых рынках должно быть особо тщательным.

Все дело в том, что именно в этой области такая американка рискует приобрести очередной «эликсир». Один из его признаков — чрезмерные взлеты и падения на рынках ценных бумаг. Население покупает, но не знает, что именно. Когда отношение экономических обозревателей и политиков — а заодно и самих экономистов — к капитализму стало совсем уж не критическим, возникла целая индустрия производства и продажи сомнительных финансовых продуктов. В большинстве случаев наша американка лично не участвовала в этом процессе, доверяя покупки тем, кто управляет пенсионными фондами, счетом 401 (к), портфелем на фондовом рынке или, если она была очень богатой, - менеджером хедж-фонда. Те, кто ведет такую торговлю от имени американки, получают финансовую выгоду — подчас более чем значительную. А вот сама она остается с пустым кошельком.

Но нас беспокоит не только эта самая среднестатистическая американка — наша книга все-таки о макроэкономике, — сколько то, что, когда такое происходит, утрачивается доверие к рынкам вообще, а это приводит к серьезной рецессии.

Уволить предсказателя погоды — значит, отказаться от мифа, что капитализм представляет собой добро в чистом виде. Для этого по-

требуется понимать обратную сторону капитализма: осознать, что, если покупать без разбора, есть риск приобрести негодную вещь. Пришло время понять: капитализм функционирует благодаря правилам, которые убедят среднестатистическую американку, что, когда она вкладывает деньги в акции, берет ипотеку или покупает машину, она получает гарантии. В 1930-е, пережив катастрофу невиданных размеров и последствий, администрация Рузвельта отнеслась к этому вопросу с большой серьезностью. Она установила меры безопасности для защиты населения от эксцессов капитализма. Эти меры в особенности касались регулирования финансовой и банковской деятельности и включали в себя создание Комиссии по ценным бумагам и биржам, Федеральной корпорации страхования банковских вкладов и многое другое. Более семидесяти лет мы пользовались этими благами. Именно они в сочетании с разумной бюджетной и денежной политикой удерживали нас от серьезной рецессии.

Но финансовые рынки усложнились. В США это позволило игнорировать правила, установленные государством. Уволить предсказателя погоды в наше время означает, что нам нужна новая история про то, что происходит на рынках, — история, в которой капитализму не всегда предсказывают ясные, безоблачные дни. Потом нам нужно провести инвентаризацию. Мы должны понять, что истории про экономику, которые люди рассказывают сами себе, содержат преувеличения. Есть насущная потребность защититься от этих преувеличений.

Необходимо вновь осознать, что регулирование финансовых рынков необходимо. А в случаях, когда механизмы регулирования не будут срабатывать из-за всевозможных обратных связей между финансовыми рынками и реальной экономикой, потребна взвешенная и аккуратная политика финансового страхования. Возврат к защите потребителя финансовых продуктов должен стать одним из главных экономических приоритетов.

В чрезвычайных обстоятельствах, когда начнется спад, подстраховкой может служить денежно-кредитная и бюджетная политика. Но следует помнить, что возможности такой политики не безграничны. Настало время перестроить финансовое регулирование рынков с учетом иррационального начала. Следует заставить рынки работать эффективнее, снижая шанс катастрофы и, следовательно, необходимость в спасательных мерах.

Почему рынки недвижимости подвержены цикличности?

Рынки недвижимости почти столь же переменчивы, как фондовые рынки.

На рынках земель сельскохозяйственного назначения, коммерческой недвижимости, жилых домов и кондоминиумов неоднократно возникали колоссальные пузыри – словно печальный опыт прошлого ничему людей не учит. В этой главе²⁸³ мы покажем, что такого рода события – в особенности грандиозный пузырь на рынке жилья в начале XXI века - вызваны проявлениями того же иррационального начала, которое отражается и на других отраслях экономики. Его уже известные нам разновидности – доверие, злоупотребления, денежная иллюзия и истории – играют ключевую роль и на рынках недвижимости.

По какой-то причине в конце 1990-х и в начале 2000-х представление о том, что дома и квартиры – великолепный объект вложения средств, овладело умами населения США и многих других стран. Цены взлетели, воцарился всеобщий ажиотаж по поводу инвестиций в этот рынок. Иррациональное начало в действии можно было наблюдать повсеместно.

Это был величайший взлет цен на жилую недвижимость в истории США. Начавшись в конце 1990-х, он завершился в 2006 г., и за это время цены почти удвоились²⁸⁴. Этот феноменальный бум способствовал росту мировой экономики и фондовых рынков, но привел к величайшему с 1930-х кризису недвижимости, получившему название «кризиса высокорисковых ипотечных кредитов», а также к глобальной финансовой рецессии, все последствия которой нам еще предстоит осмыслить.

Какими соображениями руководствовались их участники? Начнем поиск ответов на эти вопросы с книги «Как второй дом может стать вашей лучшей инвестицией», написанной радиоведущим Томом Келли и бывшим главным экономистом Национальной ассо-

циации риелторов Джоном Тучилло, вышедшей в 2004 г., когда цены на дома росли самыми высокими темпами. «Взгляните на этот вопрос так: если дом кажется вам привлекательным для жилья, то он покажется таковым кому-то еще, кто готов будет вам заплатить за это удовольствие. Владение недвижимостью, особенно такой, которая доставляет радость лично вам, - во время отпуска или на пенсии — это самая прибыльная инвестиция, доступная среднему американцу»²⁸⁵. Помимо доводов, приведенных в этом предложении, в книге на удивление мало аргументов в пользу того, что недвижимость — лучшая инвестиция.

Келли и Тучилло отмечают, что инвестиции в недвижимость, как правило, совершаются с привлечением кредита. Но это никак не аргумент в пользу высокой прибыльности; инвестирование с использованием одолженного капитала может оказаться катастрофически убыточным, если цены пойдут на спад, — в чем домовладельцы и убедились в нынешний финансовый кризис. О возможности общенационального падения цен на дома в книге даже не упоминается. Такой ход мысли, разумеется, свойствен периодам, когда на рынке формируется пузырь. Каких-либо рациональных соображений по поводу перспектив таких инвестиций в книге тоже нет.

Зато в ней полно историй. Например, о Кене и Недде Гамильтон, которые всю жизнь прожили в Пенсильвании и мечтали о доме во Флориде. Когда повзрослевший сын Фред предложил им стать соинвестром, они, переночевав для пробы в нескольких домах возле Неаполя (штат Флорида), наконец приобрели жилище своей мечты. Читателю остается лишь выбрать ту историю, которая ему больше всего по душе, и следовать ей.

В общем, понятно, что авторы не удосужились объяснить, почему жилые дома — лучший вид инвестиций. Но почему так считали сами инвесторы?

Наивные или интуитивные представления о недвижимости

По всей видимости, у нас у всех выработалось интуитивное представление о том, что цены на дома будут только расти. Люди настолько уверены в этом, что не хотят слушать экономистов, утверждающих

обратное. Но вразумительно объяснить свою позицию никто не в состоянии: обычно принято говорить, что земли больше не становится, цены на недвижимость росли всегда, а демографический и экономический рост неизбежно подталкивают цены вверх. Эти аргументы в высшей степени несостоятельны.

Но кого это волнует?

Люди не всегда думают так, особенно если цены на недвижимость в течение нескольких лет или десятилетий не меняются. Но, когда цены быстро растут, история про прямую связь между ценами на недвижимость, ростом населения и экономики обречена на популярность.

Все эти привлекательные аргументы сопровождают истории про бумы, поддерживая эти самые бумы. Заразность довода о постоянно растущих ценах на недвижимость увеличивается за счет интуитивной убежденности в его верности.

Эксперименты показали, что интуиция может исказить восприятие даже самых элементарных физических явлений. В 1980 г. психолог Майкл Мак-Клоски с коллегами показали группе старшекурсников тонкую кривую металлическую трубу и спросили, по какой траектории полетит металлический шар, выпущенный из этой трубы с большой скоростью. Почти половина (49%) студентов, не изучавших физику, сказали, что шар продолжит кривую, описываемую трубой. Такому же заблуждению были подвержены и 19% тех, кто прослушал курс физики²⁸⁶.

Казалось бы, такой элементарный принцип физики, как склонность объектов двигаться по прямой, должен был быть усвоен из повседневного опыта. Почему же тогда многие допустили эту ошибку? Более того, студенты пытались объяснить свои заблуждения в рамках логики теории импульса, сформулированной в XIV веке ученым Жаном Буриданом²⁸⁷. Возможно, на них, как и на средневекового ученого, повлиял опыт из реальной жизни, но какой именно, Мак-Клоски и коллеги так и не могли выяснить.

Похоже, люди так же странно и необъяснимо прогнозируют цены на недвижимость. Соблазнительно думать, что цены всегда будут расти и что вложения в недвижимость — лучший вид инвестиций. Однако такая точка зрения не всегда считается верной.

В периоды, когда рынок недвижимости не переживает бум, подобные утверждения встречаются крайне редко. Анализируя архивы,

мы обнаружили газетную статью 1887 г. (когда в некоторых городах, в том числе и в Нью-Йорке, наблюдался взрывной рост стоимости недвижимости), в которой эта мысль выдвигалась в качестве аргумента против нарастающей волны скептицизма: «С ростом населения растет спрос на землю. Так как землю в какой-либо местности растянуть нельзя, остаются лишь два способа удовлетворения этого спроса. Один – строить ввысь, второй – повысить цену на землю... Поскольку всем совершенно очевидно, что земля всегда будет в цене, эта форма капиталовложения всегда будет выгодна и популярна»²⁸⁸.

В 1952 г., после второго по масштабу скачка цен на дома в американской истории, вызванного «бэби-бумом» сразу после Второй мировой войны, мы встречаем такой аргумент: «Другие понимают, что мало найдется инвестиций, столь стабильных и надежных, как дом или иная недвижимость. Хотя в годы депрессии цены на землю и жилье падали, постоянный рост населения всегда способствовал долгосрочной повышательной тенденции»²⁸⁹. Все это подтверждает, что такая идея всегда вновь возникает во время бума. Но в другое время подобные утверждения редки.

Между тем такое представление не может служить логичным объяснением бума. Ведь бывали времена, когда цены на дома падали, а это опровергает данную теорию. Особенно сильно упали цены на землю в крупнейших городах Японии (где земля едва ли в меньшем дефиците, чем в любой другой стране мира) в период с 1991 по 2006 г. - на 68 % в реальном измерении в крупнейших японских городах²⁹⁰.

Отчасти впечатление, что дома – прекрасная инвестиция, обусловлено денежной иллюзией²⁹¹. Люди склонны помнить, сколько они заплатили за дом, даже если это произошло пятьдесят лет назад. Но они забывают о ценах на другие товары той поры. Если сегодня кто-то говорит, что заплатил за свой дом \$12 000, когда вернулся со Второй мировой, создается впечатление, что это было невероятно прибыльное вложение денег. Но ведь с тех пор потребительские цены выросли десятикратно, притом что реальная цена дома за это время, возможно, лишь удвоилась, так что росла всего на 1,5% в год.

Полагаем, такая ошибка во многом связана с тем, что они оценивают денежные потоки, исходя из современных им позиций. В период между 1929-м, когда начали вести регулярную статистику, и 2007-м реальный ВВП США рос на 3,4% в год, увеличившись за это время в 13,3 раза.

Можно было бы предположить, что стоимость такого ресурса, как земля, растет теми же темпами. Но, если это так, значит ли это, что инвестиции в землю особо выгодны? Нет. Если доход от инвестиций в землю растет пропорционально ВВП, то, согласно теории текущей дисконтированной стоимости, цена земли будет также расти на 3,4% в год. Но это не такая уж значительная прибыль по сравнению, например, с акциями, реальные прибыли от которых за последнее столетие составили в среднем более 7% годовых (2% в виде реального прироста капитала и 5% в виде дивидендов). Применительно к земле понятие дивиденда будет иметь форму стоимости сельхозпродукции, которая может быть выращена на этой земле, стоимости аренды земли или иных форм дохода, поступающего к землевладельцу, пока земля находится в его собственности. Согласно теории текущей дисконтированной стоимости, если ожидается рост дивидендов на 3,4% в год, то цена земли уравнивается на очень высоком уровне относительно текущего уровня дивидендов, так что итоговая прибыль от владения землей будет не выше, чем от других инвестиций.

Если всему присваивать цену в соответствии с теорией дисконтированной существующей ценности, совершенно не имеет значения, будет ли цена расти вместе с ВВП или нет. Доходность будет та же самая — это относится и к другим инвестициям. Но такую теорию преподают студентам-финансистам и магистрантам делового администрирования, и, помимо них, в ней мало кто разбирается. Следует также отметить, что в последние сто лет в США цена на сельскохозяйственные угодья поднималась медленнее, чем ВВП: она выросла лишь в 2,3 раза, т. е. примерно на 0,9% в год, а это намного ниже роста ВВП²⁹². Доход инвесторов здесь выглядит просто жалким.

Земля сельскохозяйственного назначения — ресурс ограниченный, но ее цена росла значительно медленнее, чем ВВП, поскольку она не являлась важным фактором роста ВВП.

Согласно Счетам национального дохода и продукта (National Income and Product Accounts, NIPA), в 1948 г. на долю сельского хозяйства, лесоводства и рыболовства приходилось 8,3% национального дохода США, а в 2008 г. — 0,9%. Экономика, в которой все большую роль играет сектор услуг, уже довольно долгое время не использует землю интенсивно. Более того, цены на дома в США с 1900 по 2000 г. в реальном выражении выросли всего на 24%, или на 0,2% в год²⁹³. Очевидно, нехватка земли ограничивала строительство недвижимости. А следовательно, это мало влияло на рост цен на дома.

Мультипликатор доверия в недвижимости

Из вышесказанного следует: за редким исключением нет рациональных оснований думать, что недвижимость в целом — хороший объект инвестиций. Тем не менее людям, похоже, доставляет удовольствие думать, что, поскольку земля — ресурс конечный, цены на недвижимость со временем обязательно вырастут. Сама по себе склонность так думать — еще не повод для того, чтобы действовать. Взрывное распространение этих представлений в начале XXI века — это и есть история про бум. У этого явления есть ряд культурных и институциональных причин.

Описанные ранее циклы обратной связи справедливы не только для акций, но и для недвижимости. Цены на дома росли быстрее и быстрее, подтверждая расхожее мнение о том, что они будут расти вечно, и создавая ощущение блистательных возможностей. Эта связка, в свою очередь, способствовала распространению идеи о том, что цены на дома могут только расти.

Фондовый пузырь 1990-х явно способствовал распространению этого «вируса», потому что люди стали считать себя весьма прозорливыми инвесторами. Они усвоили лексику и манеры инвесторов, стали все больше подписываться на периодические издания для инвесторов и смотреть телепередачи про инвестиции. Когда фондовый рынок скис, многие решили, что пора перевести свои инвестиции в другой сектор. Недвижимость выглядела более чем привлекательно. Скандалы с корпоративной отчетностью, сопровождавшие коррекцию фондового рынка, вызвали массовое недоверие к Уолл-стрит. Дом, в особенности собственный, — это нечто, доступное пониманию, зримое и осязаемое.

С тех пор как в 2000 г. стал развиваться бум, менялся и наш взгляд на жилую недвижимость. Газеты изобиловали статьями о домах как объекте инвестиций. Тема недвижимости как-то сама собой слилась с темой инвестиций. Изменился даже наш язык. Старое английское выражение «надежный как дом» (*safe as houses*) обрело новый смысл. В XIX веке этот оборот использовался моряками, уговаривавшими перепуганных пассажиров во время шторма: «Не волнуйтесь, эти корабли надежны, как дома». Но в XXI веке смысл переместился в новую плоскость: «Не волнуйтесь, эти инвестиции надежны, как инвестиции в дома». Во время бума недвижимости эта фраза приобрела

продолжение: «...а инвестиции в дома с привлечением кредита – это вообще беспроигрышный вариант».

Почему взлет цен на дома в первой половине 2000-х был сильнее всех предыдущих? Отчасти причина заключается в эволюции экономических институтов, занимающихся жилой недвижимостью.

Институты же изменились из-за того, что у многих возникло чувство несправедливости: не все могут принять участие в этом буме. В 1999 г. в передовице, озаглавленной «Жилые дома для меньшинств; Fannie Mae и Freddie Mac не справляются», Мартин Лютер Кинг III, сын великого борца за гражданские права, жаловался, что жилищный бум никак не коснулся национальных меньшинств. Он писал: «Почти 90 % американцев, согласно опросам Министерства жилищного строительства и городского развития, считают, что иметь жилье лучше, чем арендовать его»²⁹⁴. Как и все прочие, меньшинства заслуживают право на богатство. Намек на такую несправедливость вызвал почти незамедлительную и не вполне адекватную реакцию правительства. Министр жилищного строительства и городского развития Эндрю Куомо резко увеличил кредитную квоту Fannie Mae и Freddie Mac, предусмотренную для неблагополучных меньшинств. Ему нужны были результаты, а перспектива падения цен на жилые дома его не волновала. Он был политическим назначенцем, и задача заключалась в том, чтобы гарантировать меньшинствам экономическую справедливость, а не размышлять о будущем цен на недвижимость. Поэтому Куомо вынудил обе компании выдавать соответствующие кредиты, даже если это означало снижение стандартов кредитования и ослабление требований к документам, предоставляемым заемщиками²⁹⁵. Никто тогда всерьез не задумался о том, действительно ли эта мера направлена на благо меньшинств.

В этой обстановке организациям, специализирующимся на ипотеке, было нетрудно оправдать снижение собственных стандартов кредитования. Многие из вновь созданных ипотечных учреждений изначально ориентировались на недобросовестные схемы. Некоторые из них охотно выдавали ипотечный кредит любому клиенту, независимо от того, насколько он надежен. Такого рода мошенничество обычно процветает тогда, когда у людей появляются большие надежды на будущее. Хотя мошенничество, должно быть, слишком сильное слово. Разве выдать ипотечную ссуду, которая, как вы подозреваете, погашена не будет, – мошенничество? В конце концов, вы ведь не принуж-

дали заемщика брать ее. И инвестора, которому продали закладную под эту ссуду, превращенную в ценную бумагу, вы не заставляли покупать именно ее. Да и кто знает, что готовит нам будущее? Давать этим людям то, что так им нужно, оказалось делом прибыльным и совершенно не запретным. В результате, как мы уже видели, возникло некое экономическое равновесие между покупателями домов, которые можно сравнить с «чудодейственным эликсиром», и покупателями закладных, тоже напоминающих этот эликсир²⁹⁶.

Таким образом, обратная связь, породившая эпидемию роста цен на дома, имела институциональные и культурно-психологические корни. Мы можем отчетливо увидеть влияние популяризаторов высокорисковой ипотеки на бум жилой недвижимости 2000-х в том, что дешевые дома росли в цене значительно быстрее дорогих. А затем, после 2006 г., когда пузырь лопнул, цены на дешевые дома падали значительно быстрее других²⁹⁷.

Обратившись к рынку жилья, мы вновь видим важность понимания иррационального начала как движущей силы экономики. Инвестиции в жилье (в основном в строительство новых домов и в реконструкцию старых) выросли с 4,2% ВВП США в третьем квартале 1997 г. до 6,3% в четвертом квартале 2005 г., а затем упали до 3,3% ко второму кварталу 2008 г. Отсюда следует, что эти инвестиции были важным фактором недавнего экономического бума в США. Мы удостоверились в том, что причины таких процессов имеют отношение ко всем элементам нашей теории иррационального начала: доверию, справедливости, злоупотреблениям, денежной иллюзии и историям.

В чем специфика бедности у определенных национальных меньшинств?

«И когда это произойдет, когда мы дадим свободе звонить в колокол, в каждом поселке и в каждой деревушке, в каждом штате и каждом городе, мы сможем приблизить тот день, когда все дети Божьи, черные и белые, евреи и неевреи, протестанты и католики, возьмутся за руки и пропоют слова старого негритянского спиричуэла: «Свободны! Свободны! Слава Всевышнему, мы наконец свободны!»

Мартин Лютер Кинг-мл., 28 августа 1963

Через два года после того, как Мартин Лютер Кинг произнес эти слова, белые американцы наконец признали, что на протяжении всей американской истории со времен первых поселенцев в Джеймстауне между законами для черных и законами для белых существовала огромная пропасть²⁹⁸. Конгресс принял закон об избирательных правах, и афроамериканцы получили реальное право голоса на Юге.

Сегрегация в любых ее проявлениях была запрещена. Дискриминация при трудоустройстве на основании «расы, цвета, религии, пола или национальной принадлежности» стала незаконной.

Начался даже такой процесс, как «позитивная дискриминация»²⁹⁹, отголоски которой мы ощущаем и поныне. Наконец появилась надежда, что расовые барьеры, всегда бывшие «величайшей дилеммой Америки», будут, наконец, преодолены³⁰⁰.

Предвидеть все эти перемены мог действительно только мечтатель. Но вряд ли кто смог бы предсказать, что произойдет спустя 46 лет. Разделение между черными и белыми не исчезло, а только преобразилось. В исполнение мечты Кинга появился многочисленный и растущий черный средний класс. Сегодня более половины афроамериканцев имеют доход, вдвое превышающий уровень бедности. Это

один из общепринятых признаков среднего класса. Но при этом среди черного населения сохраняется высокий уровень бедности. В 2006 г. он составлял 23,6%, а это втрое выше, чем у белых. Безработных среди черных по-прежнему больше, чем среди белых³⁰¹.

Статистика убедительна, но она не полностью отражает реальность. Проблемы беднейших афроамериканцев не ограничиваются бедностью. Они включают чрезвычайно высокий уровень преступности, распространение алкогольной и наркотической зависимости, большое число внебрачных детей, матерей-одиночек, а также сильную зависимость от социальных пособий. Криминальная статистика указывает, что и преступность значительно распространена среди афроамериканцев. Так, около 7,9% черных мужчин в возрасте от 18 до 64 лет находятся в местных или федеральных тюрьмах³⁰². Этот показатель превышает аналогичный для белых в восемь раз³⁰³. Как это ни ужасно, шансы чернокожего юноши хоть раз в жизни оказаться в тюрьме превышают 25% - и эта цифра не включает предварительного заключения³⁰⁴. Мы можем привести сходные цифры для коренных американцев (индейцев), которые по большинству показателей оказываются в еще более бедственном положении, чем афроамериканцы.

Решение этих проблем - самая неотложная задача, стоящая перед Америкой. Более того, мы считаем ее настолько важной, что ни одна книга по макроэкономике не будет полной без их обсуждения. Как мы убедимся, стойкости этой проблемы способствуют два элемента иррационального начала: любовь к историям и стремление к справедливости.

Быть черным

Значительные макроэкономические события обычно раскачивают все лодки. Например, когда уровень безработицы меняется на один-два процента, это сказывается на занятости для всех слоев общества: молодых, старых, мужчин, женщин, белых, черных, латиноамериканцев. В удачный для Уолл-стрит год редко у какой компании падает курс акций, а в неудачный — мало у кого повышается. Между тем расслоение афроамериканского населения - с одной стороны, успешный средний класс, черные президент, два госсекретаря и генеральный прокурор США, а также множество менеджеров высшего звена, а с другой —

более 800 тысяч осужденных преступников, отбывающих срок, — это явление, выпадающее из общего ряда³⁰⁵. Оно требует объяснений.

Почему они оказались за бортом

Социальные психологи в лабораторных условиях показали: барьеры между представителями разных групп создаются очень легко. Мы проявляем благосклонность к «своим» и чувствуем неприязнь к «чужим». В одном из классических экспериментов испытуемые были разделены на группы в зависимости от того, на четное или нечетное число приходится их день рождения. Но, даже несмотря на явную формальность такого критерия, представители обеих групп потакали «своим» и с предубеждением относились к «чужим»³⁰⁶. О таком разделении писал и детский писатель Доктор Сьюс, рассказавший историю про войну между теми, кто ест хлеб маслом вверх, и любителями есть хлеб маслом вниз³⁰⁷.

Если в лабораторных условиях такие «группы по интересам» создаются с легкостью, нет ничего удивительного в том, что после четырех столетий расизма белые и черные американцы относятся друг к другу подобным образом. Эти предубеждения связаны с двумя вышеупомянутыми аспектами иррационального начала.

Само разделение людей на «своих» и «чужих» происходит под воздействием склонности сочинять истории. Это, в свою очередь, приводит к возникновению четких представлений о том, что такое справедливость — по отношению к «своим» и «чужим».

Такое разделение — главный вопрос для каждого афроамериканца³⁰⁸. Чернокожие вынуждены преодолевать психологические и материальные трудности экономической системы, которую они не выбрали и которую считают несправедливой. Почитайте биографию любого афроамериканца — эти вопросы неизбежно окажутся в центре внимания.

В книге «Достоинство рабочего человека» социолога Мишель Ламон рассказывается о том, как это сказывается на реальной жизни³⁰⁹. Ламон провела опрос черных и белых мужчин, принадлежащих к рабочему классу. Ее интересовало в точности то же, что и нас — она хотела узнать их истории. Что побуждает их, например, вставать по утрам и идти на работу? Как выяснилось, все ее собеседники мало со-

ответствуют идеалам американского общества. Зарабатывают они немного, особым уважением общества не пользуются. Поэтому, чтобы сохранять чувство собственного достоинства, выполнять тяжелую и ответственную работу за столь малое вознаграждение, у них должно быть особенное мировоззрение.

Конечно, не все белые и не все черные рабочие говорили одно и то же; вариации были весьма значительны. И все же Ламон выделила некую типовую историю, описывающую представления этой группы о самой себе.

Для белых мир - весьма суровое место, где царит жесткая конкуренция. Но капитализм – лучшая из всех возможных систем, и они занимают в ней свою нишу. Белые гордятся тем, что вносят свой независимый вклад в поддержание сложившегося порядка вещей. Несмотря на все трудности, они могут позаботиться о себе и своих семьях, и это наполняет их особой гордостью. Они сами несут ответственность за свою судьбу, за свои успехи и неудачи. Кроме того, белые считают себя лучше тех, кто находится выше них на социальной лестнице, поскольку больше пекутся о моральных ценностях и меньше – о деньгах. В общем, они сами выбрали для себя такую жизнь. Поразительно, но такое мироощущение совпадает с описанным Милтоном и Розой Фридманами в книге «Свобода выбора»³¹⁰.

У афроамериканцев история несколько иная. Как и белые, чернокожие рабочие гордятся тем, что полагаются только на собственные силы. Но их обстоятельства намного тяжелее, чем у белых. Им не просто сдали плохие карты за ломберным столом капитализма. Белые склонны думать, что живут в справедливом обществе, а их относительно низкий статус – следствие простого невезения или сознательного выбора. Афроамериканцы свои неудачи неизбежно видят как следствие принадлежности к «своим» в мире, где правят «чужие». Награду в виде рабочих мест и зарплат раздают «чужие», а «свои» лишь пассивно их получают. Афроамериканцы вынуждены еще больше, чем белые, полагаться на себя, поскольку им приходится сосуществовать и с «чужими», находясь в среде «своих». В результате афроамериканцы более сплоченная группа, члены которой всегда готовы оказать друг другу помощь. В их понимании неудачи – это не просто невезение в условиях, когда все равны, или результат сознательного выбора. Это ключевой момент в представлении чернокожих о себе.

В ходе опросов Ламон выяснила, что понятию расы большое внимание уделяют не только черные, но и белые. Белые гордятся тем, что всего добились сами, тем самым противопоставляя себя черным — в особенности тем из них, кто живет на социальные пособия. Черные, в свою очередь, противопоставляют себя белым, которых считают скупыми и несправедливыми. У каждой из сторон в этих двух историях есть свое представление о том, как «свои» и «чужие» должны себя вести.

Те, кто не справляется

Как видим, черному населению Америки сложнее, чем белому. Афроамериканцам приходится действовать, имея на руках плохие карты и преодолевая враждебность окружающего мира. Чтобы выдержать в столь несправедливом мире, нужна психологическая защита. Между тем Ламон изучала черных представителей рабочего класса, т. е. тех, кто худо-бедно борется за свою жизнь. Но есть ведь еще и те, кто бороться не хочет, — кто не справился и опустил руки.

В этнографических исследованиях, посвященных таким людям, мы видим обратную сторону медали, показанной нам Ламон. В ее представлении афроамериканский рабочий класс сохраняет достоинство благодаря тому, что сдерживает эмоции. Те же, кто не справился, неспособны проделать эту психологическую работу. Они живут в режиме постоянного эмоционального срыва. Это очень хорошо продемонстрировано в книге Элиота Лайбоу «Угол Толли», где описана повседневная жизнь группы мужчин, околачивающихся возле закуской в одном из самых бедных районов Вашингтона³¹¹. Хотя наблюдения велись в начале 1960-х, они верны и для сегодняшнего дня. Мы абсолютно уверены, что в этих этнографических очерках описана типичная ситуация. В любом исследовании, посвященном жителям крупных городов, отказавшимся от борьбы за свою жизнь, мы встретим тот же набор эмоций. «Угол Толли» повествует о жизни Толли, Морского Кота, Ричарда, Лероя и других многочисленных персонажей. Больше всего в книге поражает то, что они постоянно испытывают гнев. Лайбоу считает, что этот гнев вызван «общей униженностью». Он может возникнуть внезапно и по любой причине. Это выражается в драках между друзьями, когда Толли и Ричард устраи-

вают поножовщину, после того как один обвинил другого в том, что тот путается с его женой. В нежелании воспользоваться шансом: когда Ричарду предлагают отремонтировать дом агента по недвижимости, он не заполняет необходимые документы. В разрушении семьи или отказе от долгосрочных отношений. Так, лишившись работы, Ричард бурно ссорится со своей женой Ширли. Зная, что он не в состоянии содержать семью, Ричард предпочитает удалиться «на угол», чтобы зализывать раны в обществе таких же неудачников, поскольку семья будет служить ему постоянным напоминанием о его несостоятельности. Лерой тоже выгоняет жену из дома. Гнев выражается и в уходе с работы. Например, Ричард предпочитает поспать вместо того, чтобы надрываться на стройке, потому что сыт этим по горло. А Морской Кот, у которого начинается роман с двадцатипятилетней вдовой Глорией, унаследовавшей кое-какую недвижимость и деньги по страховке, не в состоянии смирить уязвленную гордость, когда становится известно, что он попал в автомобильную аварию в обществе другой женщины. Морской Кот отправляется к Глории, чтобы примириться, но в конечном итоге возвращается на тот же угол, отвесив ей пощечину.

Во всех многочисленных книгах на эту тему можно встретить такое же описание того, как сочетание примитивной работы, нищеты и стремления к самоуважению порождают гнев. Эти настроения поддерживаются, или санкционируются, окружающим обществом, в данном случае — компанией на углу. В результате человек внушает себе, что не сдерживаться — нормально.

Все это хорошо известно и в точности соответствует основным выводам работ по афроамериканской тематике, принадлежащим перу выдающихся ученых, среди которых Элайджа Андерсон, Уильям Эдвард Бергхардт Дюбуа, Уильям Генри Гейтс, Гленн Лаури, Ли Рейнуотер, Уильям Джулиус Уилсон и многие другие. Мы можем показать точные места в произведениях каждого из них, в которых излагается то же, что мы говорим здесь.

Подобные истории можно рассказать и о разнице поведения мужчин и женщин, о том, почему люди опускают руки (плохая успеваемость в школе, связь с уличными бандами, зависимость от алкоголя и наркотиков, ранняя беременность и т. д.). Такие ситуации настолько распространены, что всегда находят свое отражение во всех детальных описаниях жизни тех афроамериканцев, которые не относятся ни к среднему, ни к рабочему классу.

Приведенная выше интерпретация позволяет объяснить неожиданное разделение, начавшееся среди афроамериканцев сразу после завершения эпохи борьбы за гражданские права. До этого каждый черный житель США знал, что к нему относятся несправедливо, а белые в массе своей этого не замечали. «Цветовой барьер» для афроамериканцев был незыблемым и неизменным, словно звезды в небе. Какой бы несправедливой ни была система, отрицать ее было немыслимо, почти самоубийственно. Но затем мир изменился, и белые признали несправедливость. Теперь это часть официальной американской истории, о ней вспоминают в день Мартина Лютера Кинга, рассказывают в школах во время месячника афроамериканской истории. У черных появились новые возможности, и некоторые не преминули ими воспользоваться.

Но теперь стало гораздо сложнее игнорировать - или, точнее, подавлять в себе — чувство несправедливости.

Когда история о притеснениях прошлого была извлечена на свет и стала общеизвестной, это только усилило ощущение несправедливости в настоящем. И далеко не все смогли воспользоваться появившимися новыми возможностями³¹².

Как излечиться

Наша интерпретация во многом отражает общепринятые положения социологии и исследований чернокожего населения Америки. В экономических терминах это выражается в том, что афроамериканцы беднее, потому что у них мало навыков и финансовых активов и они подвергаются дискриминации. Но к этому следует добавить немаловажную деталь: роль историй, противостояние между «своими» и «чужими», стремление к самоуважению и справедливости. Таким образом, мы вновь возвращаемся к теме иррационального начала.

Подобная трактовка позволяет решить многие из проблем, с которыми сталкиваются афроамериканцы. Мы исходим из того, что афроамериканцы отличаются от других иммигрантов, которые самостоятельно сумели вырваться из бедности и достичь высоких доходов и уважения.

У черных в Америке другая история - история неравенства и несправедливости. Конечно, у всех групп иммигрантов есть свои исто-

рии про дискриминацию, но афроамериканцы и коренное население подвергались особенно тяжелому угнетению. Скажем, положение выходцев из Латинской Америки сильно отличается от положения афроамериканцев. Безработица среди латиноамериканцев в возрасте 25–34 лет примерно такая же, как среди белых. Без учета находящихся в заключении, ее уровень составляет около 10%. Напротив, у афроамериканцев он приближается к 25%³¹³.

Груз прошлого, представления о справедливости и истории позволяют понять, что бедность среди черных и коренных американцев не была их личным выбором. В своем непрестом положении они оказались не только потому, что у них не было ресурсов, но и потому, что они больше других делили общество на «своих» и «чужих». К тому же коренное и черное население Америки давно живет с историей про то, как его эксплуатировали. Представление о «своих» и «чужих» было распространено также и среди белых, и оно остается частью повседневной реальности. Все это приводит к тому, что афроамериканцы по-прежнему остаются бедными.

Так как же это исправить? В 1990-е велось активное обсуждение позитивной дискриминации. Почти одновременно вышли две очень важные книги с диаметрально противоположными выводами. Эбигайл и Стивен Тернстремы написали исчерпывающую историю позитивной дискриминации и того, как эта практика выросла из движения за гражданские права³¹⁴. У них есть все основания гордиться как своими историческими изысканиями, так и статистическим анализом. Но Тернстремы не стали изучать этнографические очерки, не включив в свою книгу рассказы, подобные истории про Морского Кота, Толли, Ричарда и Лероя. Они не приняли в расчет те эмоции, о которых говорится в таких очерках. А ведь именно эти абсолютно неизбежные эмоции и являются главным доводом в пользу позитивной дискриминации. В противоположность Тернстремам журналист Дэвид Шишлер собрал в своей книге «Страна чужаков: черные и белые в Америке» множество высказываний афроамериканцев о самих себе и об этой стране³¹⁵ и пришел к выводу, что пропасть между «своими» и «чужими» существует. А значит, позитивная дискриминация может сыграть большую роль в ее преодолении.

В первую очередь, важно символическое значение такого подхода. Позитивная дискриминация продемонстрирует, что черные небезразличны белым и что Америка больше не разделена на две независимые

страны. Мы признаем, что позитивную дискриминацию крайне сложно осуществлять на практике и что она нарушает принцип справедливости. Но это уже второстепенные вопросы по сравнению с возможностью послать всем афроамериканцам сигнал: «У нас все получится, вы нам не безразличны»³¹⁶.

Противники этой меры, в том числе Тернстремы, утверждают, что позитивная дискриминация - это ошибка. Они полагают, что число представителей среднего класса среди черных растёт, что государственные меры подобного рода будут неэффективными и что проблема различий между черными и белыми рынок решит самостоятельно. Но они не понимают, что правительство может с помощью разных точек взаимодействия влиять на афроамериканцев, чтобы переписать историю про две разные Америки.

Самая очевидная такая точка - школы. К тому времени, когда афроамериканские дети садятся за парту, они уже осознают себя как представителей определенной общности и понимают, что между черными и белыми есть разница. Кроме того, среди них намного больше, чем среди белых, бедных и неблагополучных семей. Даже если ребенок пришел в школу из полноценной семьи, но из бедного района, он наверняка уже не раз видел множество примеров неблагополучия — вспомним Толли и его друзей или статистические данные. Далее, школы исповедуют ценности среднего класса. Даже в самых лучших школах учителя любой расы очень опасаются беспорядков, вызванных проблемами, с которыми они не в состоянии справиться. А источником таких проблем могут быть сами школы.

В одном весьма проницательном исследовании средней школы в Беркли, штат Калифорния, рассказывается о том, как учителя, опасаясь беспорядков, стали наказывать 12-13-летних детей из бедных семей, когда те вели себя не так, как дети из семей среднего класса³¹⁷. Такой дифференцированный подход вызвал ощущение несправедливости и озлобленность среди детей, сходные с чувствами Толли и его приятелей. Поскольку у школ имеются такие трудности с обучением бедных меньшинств, крайне важно выделять ресурсы, чтобы решить эти проблемы. И там, где ресурсы уже выделяются, ситуация начала меняться коренным образом. Есть большой массив данных, свидетельствующий о том, что афроамериканцы особенно восприимчивы к качеству образования. Эксперимент со случайной выборкой в Теннесси показал, что для них принципиально важен размер под-

готовительной группы. Также было установлено, что в Техасе на результаты тестов среди черных существенное влияние оказал уровень профессионализма учителей³¹⁸. Многочисленные экспериментальные школы с хорошим уровнем преподавания и правильным педагогическим подходом продемонстрировали прекрасные результаты³¹⁹. В этих экспериментах доверие, установившееся между учащимися и преподавателями, пригасило гнев, который мог переброситься с улиц на школьный двор. Благодаря надлежащим вложениям и правильно подобранным учителям, неравнодушным и способным к сочувствию, умеющим улаживать проблемы и не перегруженным учебной работой, афроамериканские школьники демонстрируют поразительные успехи. У хорошо продуманных программ помощи тем, кто выбыл из гонки за экономический успех, есть огромные перспективы³²⁰.

Такие образовательные инициативы — это лишь один пример программы, действующей в точке соприкосновения государства и афроамериканцев.

Для афроамериканцев один из наиболее простых способов подняться на уровень среднего класса — это работа в государственном учреждении. Поначалу они могли претендовать только на должность школьного учителя, но, когда прекратилась сегрегация, им стала доступна служба в вооруженных силах, в федеральном правительстве и в правительствах штатов, а также, например, в больницах.

Одной из малоизвестных трагических ошибок администрации Буша стал систематический вывод федеральных служащих низшего звена за штат. В обычных обстоятельствах мы бы только приветствовали экономию средств налогоплательщиков. Но такой аутсорсинг привел к непропорционально высокому сокращению вакансий для афроамериканцев³²¹.

Есть, разумеется, еще одна сфера, в которой афроамериканцы находятся в тесном контакте с государством, точнее, с правоохранительными органами. Количество черных, находящихся в местных и федеральных тюрьмах, приводит нас в ужас. Конечно, зачастую лишения свободы не избежать. Более того, нередко оно служит защите самого афроамериканского сообщества³²². Но в исправительных учреждениях следует больше внимания уделять социальной адаптации, предоставлять преступникам возможность для «второй попытки». Необходимо придумать новые способы выявления тех, кто готов учиться, а также избавления их от наркотической и алкогольной зависимости.

Тюрьму вообще следует воспринимать как средство перевоспитания и образования. Она не должна быть местом, где учатся совершать более тяжелые преступления.

Главное — не прекращать усилий

В заключение повторим, что есть много областей, где государство может заниматься «обезвреживанием» истории «своих» и «чужих». Мы уже показали, как уверенность в своих силах помогала разным народам добиваться выдающихся результатов. Мы считаем, что расовый барьер и по сей день остается великой американской дилеммой, но есть много способов нивелировать наши расовые различия — надо лишь уделять этому должное внимание. А для этого следует поверить в свои силы.

Хорошо это или плохо, в этой книге мы признаем могущество рынка. Но в данном случае не согласны с противниками активного вмешательства государства, предоставляющими решение расовой проблемы рынку, а значит — случаю.

Заключение

Теория иррационального начала дает ответ на непростой вопрос: почему большинство из нас никак не смогло предвидеть нынешний экономический кризис? Как понять причины кризиса, если он возник, казалось бы, из ниоткуда? Почему меры по его предотвращению не сработали, а руководители экономических ведомств публично удивлялись их неэффективности? Если мы хотим испытывать хоть какое-нибудь доверие к экономической политике в ближайшее время, необходимо ответить на эти вопросы.

Реальная проблема, как мы неоднократно убеждались на этих страницах, - это устоявшиеся представления, лежащие в основе значительной части современной экономической теории. Многие профессионалы в области макроэкономики и финансов так далеко зашли в направлении «рациональных ожиданий» и «эффективных рынков», что вообще не принимают в расчет важнейшие процессы, лежащие в основе экономических кризисов. Если экономические модели не будут включать в себя иррациональное начало, то мы рискуем вообще не распознать реальный источник всех неприятностей.

Ни население, ни большинство из тех, кто управляет экономикой, не сумели предвидеть кризис и до сих пор не могут в полной мере объяснить его, поскольку общепринятые экономические теории не учитывают основные элементы иррационального начала. Расхожие экономические теории не принимают во внимание изменение настроений и подхода к бизнесу, которое приводит к кризису. Они не берут в расчет утрату доверия и не учитывают чувство справедливости, делающее зарплаты и цены менее гибкими и мешающее стабилизации экономики. Они игнорируют роль злоупотреблений и продажи некачественных продуктов во время бума, равно как и роль разоблачений этих злоупотреблений, когда пузыри лопаются, не придают значения историям, интерпретирующим экономические механизмы. Отсутствие всех этих понятий в общепринятых объяснениях экономических процессов привело к потере сдерживающего начала, а значит, и

к нынешнему кризису. Из-за этого мы и не можем сейчас понять, как справиться с уже наступившим бедствием.

Яйцо финансовых рынков разбилось. Если бы у Шалтая-Болтая было правильное представление о том, как устроен мир, он, прежде всего, не свалился бы со стены. Аналогичным образом, если бы покупатели финансовых активов знали, как на самом деле работает экономика, они были бы осмотрительнее и экономика не рухнула бы. Но и сейчас, из-за ошибочных представлений о том, как все устроено, многие аналитики и, тем паче, подавляющая часть населения не видят, что Шалтая-Болтая нельзя собрать - а можно только заменить. Вот почему меры, принятые до сих пор, так и не смогли восстановить кредитных потоков, характерных для периода полной занятости.

Как должна реагировать макроэкономическая теория

Чтобы все-таки понять, как на самом деле работает экономика, нужно включить иррациональное начало в макроэкономическую теорию. В этом смысле в последние тридцать лет макроэкономика развивалась в неправильном направлении. Стремясь к рафинированности и «научности», классические макроэкономисты сосредоточились на том, что происходит, когда люди руководствуются сугубо экономическими и рациональными мотивами.

Представим себе квадрат, поделенный на четыре части, обозначающие экономические и неэкономические мотивы и рациональные и иррациональные реакции. Существующая экономическая модель заполняет лишь левую верхнюю клетку, отвечая на вопрос: как ведет себя экономика, если у людей есть только экономические мотивы и они реагируют на них рационально? Но из этого тут же вытекают еще три вопроса, соответствующие трем пока еще пустым клеткам: как будет вести себя экономика при неэкономических мотивах и рациональных реакциях? А при экономических мотивах, но иррациональных реакциях? А при неэкономических мотивах и нерациональных реакциях?

Мы убеждены, что ответы на самые важные вопросы о том, как ведет себя макроэкономика и что делать, когда она дает сбой, лежат в этих трех клетках — хотя, конечно, не только в них. Цель этой книги — заполнить пустые клетки.

Проверка

На протяжении всей книги мы подчеркивали, что наше описание экономики соответствует фактам в их качественном и количественном выражении гораздо больше, чем макроэкономические теории, оставляющие за бортом иррациональное поведение и неэкономические мотивы. Время от времени мы использовали статистику, но по большей части опирались на исторические данные — и на истории.

Мы полагаем, что есть простой и доступный способ не просто подтвердить нашу правоту, но и доказать, что наш метод более верный, нежели модели, которые предлагает нынешний макроэкономический «мейнстрим», оставляющий незаполненными три из четырех клеток нашего квадрата. Придуманная нами интерпретация экономических механизмов подходит для практически любого экономического цикла. С ее помощью можно с замечательной точностью описать, что же произошло, например, во время последнего из этих циклов, начавшегося в 2001 г. и продолжающегося по сей день.

Обратимся к США (мы могли бы сделать то же самое применительно и к другим странам) и посмотрим, как проявили себя основные факторы, описанные в нашей книге.

За точку отсчета можно взять 2000 и 2001 гг. В 2000 г. случился мощный обвал фондового рынка — в экономике произошел отскок от «неразумного излишества» эпохи «доткомов». Рост реального ВВП снизился приблизительно с 4% в 1999 г. и в первой половине 2000 г. до 0,8% в первой половине 2001 г.³²³ Администрация Буша в ответ на это падение значительно и планомерно сокращала налоги. Первое и крупнейшее такое сокращение было оформлено законодательно в июне 2001 г.³²⁴ К этому процессу подключилась и ФРС. Учетная ставка, составлявшая 6% во второй половине 2000 г., была снижена до 0,75% к ноябрю 2002 г.³²⁵ Есть все основания полагать, что обе эти меры оказались эффективны. Экономика пошла в рост³²⁶.

Во время предыдущего бума непропорционально много средств расходовалось на капитальное оборудование³²⁷. Инвестиции в оборудование и программное обеспечение были особенно велики в ожидании «проблемы 2000 года». В период нового бума локомотивом стала недвижимость. Всего за четыре года - с 2001 по 2005 г. - расходы на жилищное строительство выросли на 33,1% при общем росте ВВП всего на 11,2%³²⁸.

Но затем, как мы уже рассказывали, стали происходить странные вещи. Такое случается в периоды бумов, когда доверие перерастает границы разумного. Потребители стали вкладываться в недвижимость так, словно это их последний шанс когда-либо приобрести дом (поскольку, как они считали, цены будут расти и дальше и выйдут за пределы их финансовых возможностей), а спекулянты стали инвестировать в дома так, словно все решили, что покупать следует именно сейчас и по любой цене, потому что потом она все равно будет выше. За короткий промежуток между первым кварталом 2000-го и первым кварталом 2006 г. цены на дома в среднем выросли почти на две трети³²⁹. В Лос-Анджелесе, Майами, Сан-Франциско и некоторых других районах они увеличились существенно больше³³⁰. Огромные участки земли сельскохозяйственного назначения почти мгновенно превращались в новые очаги жилой застройки. Это была спекулятивная лихорадка жилищного строительства.

Но удивительно, этой лихорадке оказались подвержены не только будущие владельцы домов. Финансовые рынки, которым по определению положено быть крайне осмотрительными, сами подогрели этот процесс. Разумеется, у риелторов и ипотечных брокеров не было никаких резонов гасить лихорадку, ведь они получали весьма внушительные комиссионные. Как ни странно, и те, кто в ипотечных сделках находился, так сказать, «по ту сторону грессбуха», охотно вписались в эту игру и ссужали покупателям домов огромные деньги, которые шли на неосторожные спекуляции.

Спрос на ипотечные закладные существовал по множеству простых причин. Во-первых, обычные покупатели закладных — всевозможные банки — обнаружили, что могут извлекать колоссальные прибыли из комиссионных за предоставление ипотечного кредита, но при этом сами не обязаны принимать закладные на свой баланс. Вместо этого, как мы уже убедились, они могли их «разделить», как разделяют кур перед продажей. А покупатели этих закладных даже не знали, что они покупают, поскольку становились держателями не собственно закладных, а их частей, расфасованных в большие пакеты, где было практически невозможно разобраться, из каких, собственно, закладных они состоят. Кроме того, секьюритизированные закладные получали благоприятные оценки различных рейтинговых агентств, которые основывали их на вероятности дефолта по закладным, определявшегося исходя из последних тенденций в ценах на недвижимость.

Поэтому казалось, что в данном случае нет резона опасаться дефолта. Даже если кто-то в рейтинговом агентстве считал, что рейтинги должны учитывать возможность падения цен на дома, такой человек становился чрезвычайно непопулярным. Его высказывания сочли бы клеветой на блистательную когорту получателей комиссионных, обогащавшихся с немислимой скоростью.

Вот вкратце события нынешнего экономического кризиса, которое соответствует нашему представлению о причинах экономических взлетов и падений: избыток доверия, сменяющийся полным недоверием. История здесь заключалась в том, что цены на дома никогда не падали (и это всего лишь история, к тому же не соответствующая действительности), а следовательно, так и будут продолжать расти, так что дело выглядело беспроегрышным.

На момент написания этой главы мы еще не знаем, до какой степени проблемы различных «небанковских» банков - инвестиционных домов и хедж-фондов, практически бесконтрольных и держащих буквально триллионы долларов активов и пассивов, — усугубят положение³³¹.

Это история про наше время, про экономический цикл, начавшийся в 2001 г. Когда закончится нынешний спад, мы не знаем.

Но подобную историю, использующую понятия иррационального начала, можно рассказать про почти любой другой экономический цикл. И в этом основной смысл нашей книги — и подтверждение верности нашей теории. Для Соединенных Штатов мы могли бы начать с коллапса 1837 г., сопровождавшегося спекуляцией землей и крахом государственных банков, - и это была бы та же самая история. Или можно было бы обратиться к Великой депрессии или рецессии 1991 г., когда претендент на президентское кресло Билл Клинтон обвинил действующего президента Джорджа Буша-старшего в том, что тот пренебрегает экономикой; или практически к любому другому, не связанному с нефтью экономическому «буму» и коллапсу, произошедшему в США в мирное время³³². С тем же успехом мы могли бы использовать нашу теорию при описании дефляционной спирали, в которую попала Япония в 1990-х, или нынешнего экономического бума в Индии.

Выберите любое время. Выберите любую страну. И почти наверняка вы увидите в любой макроэкономике игру иррационального начала, которому посвящена эта книга.

Что все это значит?

Как видим, наша интерпретация экономических механизмов выдерживает проверку. Ее верность подтверждается практически повсеместно — и добавляет новое измерение существующим моделям макроэкономики. Но что это значит?

Чтобы понять это, вернемся к толкованиям экономических процессов, не учитывающим иррациональное начало. Мы считаем, что такого рода модели имеют существенный недостаток - с их помощью невозможно объяснить эйфорию, сменяющуюся пессимизмом.

Но при этом такой взгляд на экономику на удивление популярен не только среди профессиональных экономистов и управленцев, но и среди широкой публики. Согласно этой концепции, капитализм принес потребителям в развитых странах колоссальные богатства, о которых в предшествующие века и мечтать не могли. Средний североамериканский, европейский или японский потребитель имеет уровень жизни более высокий, чем у любого средневекового короля. Он лучше ест; он живет в доме, который, хоть и уступает королевским покоем в размерах, зато куда лучше отапливается; простое нажатие кнопки позволяет получить более разнообразные и качественные развлечения по радио и телевидению; этот список можно продолжать до бесконечности. Кроме того, прямо сейчас другие страны - Бразилия, Индия, Китай, Россия — быстро поднимаются по ступенькам ВВП.

Мы не отрицаем чудесных благ, которые приносит капитализм. Но нельзя забывать о том, что у этого экономического строя есть множество форм, обладающих разными свойствами и достоинствами. Спор о том, какая из них больше всего подходит для нас, уходит корнями в глубь американской истории. В начале XIX века имели место ожесточенные дебаты по поводу того, какую роль государство должно играть в американской экономике. Демократы были против государственного вмешательства, а виги считали, что оно должно создавать основу для здорового капитализма за счет, в частности, начала строительства системы национальных дорог. Эндрю Джексон³³⁴, а позднее Мартин Ван Бюрен³³⁵ были против этого плана, тогда как Джон Квинси Адамс³³⁶ и Генри Клей³³⁷ выступали за³³⁸.

С тех пор этот спор повторялся неоднократно. Последний крупный сдвиг произошел в 1970-е в Великобритании с избранием Маргарет Тэтчер и в 1980-е в США с избранием Рональда Рейгана. Перед

этим в течение тридцати лет те, кто определял экономическую политику, исходили из того, что ведущая роль в создании инфраструктуры капиталистического общества должна принадлежать государству. В эту инфраструктуру входит не только система дорог, образования или поддержки научных исследований, но также правовые нормы, в первую очередь регулирующие деятельность финансовых рынков. В конце 1980-х у нас была экономическая система, на удивление устойчивая к самым неблагоприятным обстоятельствам. Например, при массовом крахе ссудно-сберегательных ассоциаций система государственных гарантий свела макроэкономический ущерб к минимуму. Это обошлось налогоплательщикам в изрядную сумму, но лишь в редких случаях привело к потере рабочих мест.

Но потом – и это уже другая часть нашей истории – экономика изменилась и приспособилась к новым правилам. Когда в 1980-х все решили, что капитализм – это пространство полной свободы, поле для игры изменилось, а правила остались прежними. Особенно это было очевидно на финансовых рынках. История про недвижимость, которую мы только что рассказали, служит тому прекрасной иллюстрацией. В прежние времена существовали естественные ограничения для ипотеки. Коммерческие и сберегательные банки имели все основания подходить к выдаче ипотечных кредитов с большой осторожностью, поскольку они сами, как правило, оставались держателями закладных. Но потом все изменилось. Банки стали выдавать деньги под залог недвижимости, но сами уже не держали закладные. Однако это никак не отразилось на правилах, регулирующих подобную деятельность.

Во многом это произошло из-за того, что идея регулирования не пользовалась большой популярностью. Соединенные Штаты всецело отделились новому взгляду на капитализм. Мы верили в игру без правил. Мы забыли жестокий урок 1930-х: капитализм может дать нам лучший из всех мыслимых миров, но только в такой игре, где государство устанавливает правила и выступает в качестве арбитра.

Следует понимать, что переживаемый нами сейчас кризис не является кризисом капитализма как системы. Надо всего лишь признать, что этому экономическому строю нужны определенные правила. И наша концепция экономики, подверженной влиянию иррационального начала, объясняет, почему государство должно устанавливать эти правила. Да, классическая модель предполагает, что полная занятость существует. Но мы считаем, что волны оптимизма и пессимизма

ма вызывают крупные изменения совокупного спроса. А поскольку зарплаты во многом определяются соображениями справедливости, изменение спроса сказывается не на зарплатах и ценах, а на колебании уровня занятости: когда спрос падает, безработица растет. И роль правительства заключается в том, чтобы сгладить эти изменения.

Еще раз подчеркнем то, о чем мы уже говорили: по нашему мнению, капитализм не просто продает людям то, чего они хотят; он еще продает им то, что им лишь кажется, что они хотят. Это ведет к крайностям, особенно на финансовых рынках, и к банкротствам, порождающим цепочку дальнейших банкротств по всей экономике. За всеми этими процессами стоят истории, которые люди рассказывают себе, о себе, о других и даже об экономике в целом. Эти истории, влияющие на их поведение, со временем могут меняться.

Мир, где царит иррациональное начало, допускает вмешательство государства. Его роль заключается в том, чтобы создать условия, при которых наше иррациональное начало можно обуздать и направить на благие цели. Государство просто должно устанавливать правила игры.

Таким образом, наше фундаментальное отличие от тех, кто считает, что экономика регулируется самостоятельно, а вмешательство государства должно быть минимальным, заключается в особом взгляде на экономические механизмы. Если бы мы считали, что люди совершенно рациональны и действуют, повинаясь исключительно экономическим соображениям, мы тоже выступали бы за то, чтобы государство не занималось активным регулированием финансовых рынков и даже не пыталось влиять на уровень совокупного спроса.

Однако всевозможные проявления иррационального начала раскачивают экономику то в одном направлении, то в другом. Без вмешательства государства начнут происходить значительные колебания уровня занятости. А финансовые рынки будут время от времени впадать в хаос.

Восемь вопросов

Нашу концепцию следует принять не только потому, что она объясняет макроэкономические явления, но и потому, что она также дает детальное представление о том, как действует капиталистическая эко-

номика. Жизнь дает нам массу примеров того, как проявляет себя иррациональное начало: это и чувство справедливости, и злоупотребления, и денежная иллюзия, и истории. Все это в действительности движет людьми, и встретить влияние этих факторов можно повсеместно. То, что сейчас доминирует мнение, что они не играют важной роли в экономике, представляется нам абсурдом.

Это утверждение покажется вдвойне абсурдным, если учесть, что без иррационального начала нельзя ответить на восемь основных вопросов капиталистической экономики, которые мы рассматриваем в этой книге: почему происходят депрессии? почему центробанки имеют реальную власть? почему у нас есть вынужденная безработица? почему существует выбор между инфляцией и безработицей? почему существует такой разброс в накоплениях? почему столь чудовищны колебания фондовых рынков? почему так велики циклы на рынке недвижимости? и почему никак не победить бедность среди меньшинств?

На эти вопросы легко ответить, если принять во внимание иррациональное начало. Если оперировать только положениями распространенной сейчас экономической науки, ответа на них не найти.

Что мы должны сделать

Эта книга рассказывает о том, как устроена экономика. Верное представление об этих механизмах полезно как отдельным людям, решающим, сколько денег отложить на будущее, куда вкладывать средства, какой дом купить и доверить ли свою пенсию работодателю или государственной пенсионной системе. Не обойтись без него и тем, кто принимает решения, касающиеся всего общества.

Мы публикуем свой труд, когда люди, как представляется, рассматривают свои взгляды на экономику. Недавняя экономическая буря вновь поставила на повестку дня вопросы, которые давно уже считались решенными. Теперь срочно требуются новые ответы. Подтверждение этому мы видим, читая газеты, участвуя в работе аналитических групп и конференций, оказываясь в коридорах экономических ведомств.

Возникает ощущение, что в демократических странах истории про людей и их роль время от времени серьезно меняются, а вместе с

ними меняются истории про то, как работает экономика. Соединенные Штаты пережили шесть таких крупных сдвигов: во время Революции XVIII века, после избрания Эндрю Джексона и позже — Авраама Линкольна, в конце Реконструкции, во время Великой депрессии и после избрания Рональда Рейгана. Историки могут не соглашаться с нами относительно деталей этих изменений, но, поскольку историческая наука уделяет большое внимание именно таким сдвигам, они скорее всего не станут оспаривать сам факт их существования.

Вряд ли историки станут спорить с нами и по поводу последнего такого сдвига, совпавшего с избранием Рональда Рейгана. Именно при нем распространился консервативный взгляд на то, как устроена экономика, управляемая «невидимой рукой» рынка. Конечно, этот сдвиг произошел не только в США — полутора годами ранее премьер-министром Великобритании стала Маргарет Тэтчер. Примеру двух этих стран последовали и другие государства — от Индии и Китая до Канады, и некоторые из них проявляли неумеренное рвение.

История про «невидимую руку» позволяет на удивление четко определить роль правительства даже в самых конкретных вопросах. Но сейчас все чаще эта история ставится под сомнение. Мы стали вновь задавать себе множество вопросов. Как люди, по-разному разбирающиеся в финансах, могут делать инвестиции, не рискуя стать жертвами шарлатанов, торгующих «чудодейственным эликсиром»? Можно ли принимать инвестиционные решения, руководствуясь интуицией, и не порождать при этом спекулятивных пузырей и коллапсов? Как определить, кого и когда спасти с помощью денежных вливаний? Какие решения принимать, когда отдельные люди и целые учреждения невольно оказываются в роли козла отпущения? Какой должна быть капитализация банков? Каким должен быть характер и размер налоговых и кредитно-денежных стимулов? Важно ли вовремя применять налоговое и кредитно-денежное стимулирование? Следует ли направлять его на определенные сферы или распространять на экономику в целом? Какой должна быть система страхования вкладов? Когда, например, следует проводить банк через процедуру банкротства с наименьшими издержками? Когда расплачиваться со всеми вкладчиками? Какие правила должны регулировать деятельность хедж-фондов, инвестиционных банков и банковских холдинговых компаний? Как изменить закон о банкротстве, чтобы он учитывал системные риски? Старые ответы

на эти вопросы, похоже, уже не годятся. Мы видим, что экономисты сейчас обсуждают эти вопросы.

В этой книге мы не даем всех ответов. Главная наша мысль — экономические процессы и роль государства в них невозможно описать, имея в виду исключительно экономические мотивы. Необходимо также учитывать и отчетливо понимать такие категории, как доверие, чувство справедливости, злоупотребления, денежная иллюзия и истории, возникающие по ходу развития страны и мира в целом. Поэтому, чтобы ответить на эти вопросы, потребуется куда больше информации, чем может вместить одна книга. Но мы постарались привести в ней ту типовую историю, в рамках которой следует эти ответы искать. Кроме того, здесь мы подчеркиваем необходимость создания комитетов и комиссий, которые будут разрабатывать реформу финансовых учреждений и придумывать правила, в которых все мы так остро нуждаемся.

Но прежде всего эта книга посвящена тому, что решить наши экономические проблемы можно, только если мы будем в теории и на практике уделять должное внимание иррациональному началу.

Примечания

ПРЕДИСЛОВИЕ

- ¹ James (1983 [1904], стр. 341). Акерлоф использует этот образ и в другом контексте, см: Warsh (2006). (Здесь и далее примечание авторов.)
- ² В 1982 г. Хайман Мински написал: «Может ли "Оно" повториться?» Под «Оно» Мински, само собой, подразумевал Великую депрессию. Ему, как и нам, особое беспокойство внушала психология спекулятивных пузырей. Логика нашей книги во многом близка логике Мински.
- ³ Один источник приводит цифру в 52 199 262 человека. См: <http://www.historyplace.com/worldwar2/timeline/statistics.htm>
- ¹ Высказывание Фридмана приводится в журнале Time от 31 декабря 1965 г., вышедшем с портретом Кейнса на обложке.
- ⁵ В русском издании книги Кейнса (Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег. Избранное. М. «Эксмо». 2009) термин animal spirits переведен как «жизнерадостность». В предисловии приводится вариант перевода, который редакция рассматривала, но в конце концов отвергла как стилистически неточный: «стадное чувство» (прим. ред.).
- ⁶ Smith (1776).
- ⁷ См., например, Levine (2006).
- ⁸ Помимо Minsky (1982, 1986) ценный исторический анализ циклов «ажиотаж-паника» приводит Гэлбрейт (Galbraith (1997 [1955])) и Киндельбергер (Kindelberger (1978)). В монографии Гэлбрейта «Великий крах 1929 года» (The Great Crash: 1929) дается анализ событий, предшествовавших краху фондового рынка в 1929 г., с позиций, весьма сходных с теми, что высказаны в этой книге. Киндельбергер приводит замечательный исторический обзор «маниакально-панических» перепадов прошлого. Регулярность, с которой они происходят, и повсеместность предполагают, о чем мы и говорим в этой книге, что обусловлены они самой человеческой природой, иррациональным началом.

ВВЕДЕНИЕ

- ⁹ В своей книге «Кто боится Адама Смита» Питер Догерти (Peter Dougherty (2002, стр. xi)) пишет: «Для демократического капитализма экономические идеи в традиции Адама Смита - это то же самое, что операционная система для компьютеров. Возможности капитализма, равно как и компьютеров, неисчерпаемы и за-

всят лишь от того, как мы их будем применять, но это не более чем операторы, управляющие системой».

Здесь и далее цит. по: Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег. Избранное. М. «Эксмо». 2009.

Keynes (1973 [1936], стр. 149-50, 161-62).

Этот термин зародился в древности, и большинство источников приписывают его авторство античному врачу Галену (ок. 130 - ок. 200). Он широко использовался в средневековой медицине и встречается в таких произведениях, как «Анатомия меланхолии» (The Anatomy of Melancholy) Роберта Бартона (1632) и «Трактат о человеке» (Traite de l'Homme) Рене Декарта (1664). Различались три вида «спиритической» субстанции: spiritus vitalis, зарождающийся в сердце, spiritus naturalis, вырабатываемый печенью, и spiritus animalis, источником которого считался мозг. Философ Джордж Сантаяна (1955 [1923], стр. 245) выстроил свою философскую систему вокруг категории «животной веры» (animal faith), которую он характеризовал как «чистый и абсолютный дух, неощутимая когнитивная энергия, суть которой - интуиция».

Поскольку английское слово animal происходит от латинского, включающего в себя оба значения - и «животный», и «духовный», а в книге речь идет о таких не свойственных братьям нашим меньшим качествах, как ошибки в восприятии цифр, недобросовестность и приверженность историям, перевод «в лоб» - «животное начало» в данном случае представляется не совсем точным. Поэтому в русском тексте используется более общий термин «иррациональное начало», а название книги отсылает читателя к наиболее подходящему, на наш взгляд, латинскому термину (прим. ред.).

Разработанная Хиксом модель IS-LM (инвестиции - сбережения, предпочтение ликвидности — деньги) долгое время оказывала большое влияние на макроэкономическую теорию. Милтона Фридмана, на протяжении всей своей профессиональной деятельности весьма критически относившегося к макроэконометрическим моделям Кейнса, под конец все же убедили построить модель, отвечающую его собственным взглядам. В результате его модель оказалась очень похожей на современную некейнсианскую модель IS-LM (Friedman 1970). Критикуя теоретические положения Фридмана, Джеймс Тобин (Tobin 1972, стр. 851) писал: «Я с удивлением узнал, в чем именно, по мнению профессора Фридмана, заключается принципиальная разница между его и некейнсианской теорией». Фридмен просто дополнил модель Хикса единственным уравнением, описывающим соотношение объема товара и его цены в краткосрочный период. И включение рациональных ожиданий в макроэкономические расчеты почти не оказало воздействия на тех, кто разрабатывал макроэкономические модели. Часто такие модели оказывались, опять-таки, вариациями все той же модели IS-LM, например классическая модель Сарджента-Уоллеса (Sargent and Wallace 1975).

Fischer (1977), Taylor (1979, 1980), and Calvo (1983).

- ¹⁶ Другая концепция, занявшая доминирующее положение в макроэкономических теориях более позднего времени, - модель динамического стохастического общего равновесия (DSGE) в традиции Кидленда и Прескотта (Kydland and Prescott 1982). Подобные теории основаны на некоторых весьма проницательных догадках, но в нынешнем своем виде исходят из допущения, что все человеческое поведение сводится к оптимизации межвременной полезности. Модели этого типа учитывают такие явления, как встряски в области монетарной политики или производительности, но не иррациональное начало. В своей недавней работе Чари, Патрик Кехоу и Эллен МакГреттан (V. V. Chari, Patrick J. Kehoe, and Ellen R. McGrattan 2008, стр. 3) делают вывод, что макроэкономика в целом готова принять модели такого типа и что «макроэкономисты близки к единому пониманию природы ограниченных встрясок, которые необходимо ввести в модель, чтобы она могла вместить в себя имеющиеся данные». Возможно, часть макроэкономистов с этим согласны, но среди экономистов и обществоведов в целом никакого согласия на сей счет не намечается. Мы полагаем, что, хотя модели DSGE представляют собой важную фазу в истории экономической мысли, их базовые предпосылки нуждаются в пересмотре.

ГЛАВА 1. ДОВЕРИЕ И ЕГО МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

- ¹ Attitude of Waiting. См. также A Twenty-Five Million Pool.
- ¹⁸ Под равновесием в экономике понимается ситуация, в которой влияние различных сил сбалансировано. Например, в равновесии рыночный спрос равен предложению. С теоретико-игровых позиций равновесие — это ситуация, в которой ни один из участников не хочет изменить свою стратегию при заданном поведении остальных участников (прим. ред.).
- ¹⁴ Купер и Джон (Cooper and John 1988) особо подчеркивали значение такого равновесия в макроэкономике. Мы понимаем доверие несколько шире — в соответствии с концепцией, изложенной в новаторской работе Бенабу (Benabou 2008). Согласно Бенабу, понятие доверия соответствует такому психологическому состоянию, когда человек в недостаточной степени использует доступную ему информацию. Когда он слишком доверчив - это проявляется в склонности к избыточным инвестициям. Бланшар (Blanchard 1993) придерживается сходных взглядов на природу иррационального начала. Рассматривая Мичиганский индекс потребительских настроений (Michigan Consumer Sentiment Index), он проводит разницу между тем, как он отражает грядущие изменения в доходах, исходя из прогнозов потребителей и их доверия. Именно это доверие он и называет иррациональным началом.
- ²⁰ Исследования показывают, как результаты спортивных состязаний могут влиять на уровень доверия и, следовательно, на экономическое поведение. Так, студенты колледжа склонны куда лучше оценивать собственную подготовку после победы их баскетбольной команды, нежели после поражения (Hirt et al. 1992). После победы местной команды возрастает объем продаж лотерейных билетов (Arkes et al. 1988). Более того, доказано, что взаимосвязь результатов спортивных состязаний и уровня доверия напрямую влияет на экономические показатели. Исследование,

посвященное международным соревнованиям по футболу в сорока двух странах с 1973 по 2004 гт., выявило, что ежедневная средняя прибыль по инвестициям в фондовые биржи этих стран составила 0,06% (или 15,6% годовых). Но в те дни, когда команда терпела поражение, в ее стране этот показатель опускался до -0,13%, и до -0,23%, если команда выбывала из турнира (Edmans et al. 2007).

²¹ Kahn (1931).

²² Hicks (1937).

²³ Levenetal. (1934).

²⁴ Carson (1975).

В своем отзыве о Яне Тинбергене и его моделях Кейнс писал: «Я по-прежнему не убежден, что на нынешнем этапе мог бы доверить подобную работу кому-либо и что этот вид статистической алхимии созрел для того, чтобы стать разделом науки. Однако алхимией баловались и Ньютон, и Бойль, и Локк. Так что пусть продолжает» (1940, стр. 156).

²⁶ Мы можем проверить наличие причинной связи между уровнем доверия и ВВП, используя эконометрические методы, впервые предложенные Клайвом Грейнджером (Granger 1969) или Кристофером Симсом (Sims 1972). Мацузака и Збордоне (Matsusaka and Sbordone 1995) установили, что Мичиганский индекс потребительских настроений влияет на ВВП США в смысле причинности по Грейнджеру; Берг и Бергстром (Berg and Bergstrom 1996) установили грейнджер-причинность между одним из показателей потребительского доверия и потреблением в Швеции; а Утака (Utaka 2003) определил, что другой показатель потребительского доверия грейнджер-причинен для ВВП Японии. Однако эти тесты включают лишь два параметра - доверие и ВВП. Другие исследователи, с разной степенью успеха, включали доверие в более широкую векторную авторегрессионную (VAR) модель. Когда в VAR включается много переменных, а данных при этом сравнительно немного, результаты получаются весьма причудливые. Согласно Бернанке и др. (Bernanke et al. 2005, стр. 388), «для сохранения степеней свободы в стандартных векторных авторегрессионных моделях редко используется больше 6-8 переменных. Едва ли столь незначительное их количество способно охватить объемы информации, которыми пользуются реальные центробанки, отслеживающие, как известно, сотни информационных потоков, или же участники финансового рынка и прочие наблюдатели». Эти авторы не включили в свой анализ переменные, характеризующие доверие. В VAR могут понадобиться и другие переменные для корректировки неправильно измеренного индекса погрешности или для учета других факторов, таких как переменные кредитно-денежной политики, коррелирующих с доверием, но тождественных ему. Один из подходов заключался в том, чтобы расширить VAR, но ввести байесовские априорные оценки для коэффициентов с тем, чтобы уменьшить проблему размерности, но и здесь результаты полностью зависимы от качества априорных оценок. Ли пер и др. (Leeper et al. 1996) смогли расширить перечень включенных переменных до восемнадцати, но и в этот перечень определители доверия не попали. Даже если бы у нас и были надежные и универсальные единицы

измерения доверия, при анализе макроэкономики количество переменных, основанных на имеющихся данных, которые мы захотим включить, будет неизбежно превышать количество наблюдений во временном ряду, и, следовательно, априорные оценки самих аналитиков неизбежно станут оказывать огромное влияние на анализ. Данную работу можно рассматривать как действие по созданию наших собственных байесовских априорных оценок с использованием широкого спектра информации, с трудом поддающейся количественному измерению.

- 27 Davis and Fagan (1997).
- 28 Fair (1994, стр. 303-311).
- 29 Blanchard (1993). Выводы Бланшара многих заставили задуматься о том, действительно ли индексы доверия отражают меру потребительского доверия или соотносятся скорее с представлениями потребителей о будущем. Людвигсон (Ludvigson 2004) составил обзор таких публикаций, а Барски и Симз (Barsky and Sims 2006) пришли к выводу, что резкие колебания индексов потребительского доверия имеют по преимуществу лишь информационное значение.

ГЛАВА 2. СПРАВЕДЛИВОСТЬ

- 30 Rees (1973 [1962]).
- 31 Rees (1993, стр. 243-244).
- 32 Вероятно, «разноцветная одежда» - это неточный перевод. Многие ученые считают, что на самом деле речь идет о рубаше с рукавами.
- 33 Kahneman et al. (1986a).
- 34 Lohr (1992).
- 35 Kahneman et al. (1986b, стр. S287-288).
- 36 Fehr and Gächter (2000).
- 37 Chen and Hauser (2005).
- 38 De Quervain et al. (2005).
- 39 Электронное письмо Эрнста Фера Джорджу Акерлофу от 1 ноября 2008. Фер также отмечает, что, поскольку задняя часть полосатого тела активизируется и при виде воды, когда человек испытывает жажду, и в предвкушении мести, когда человек разгневан, «жажду мести» можно испытывать в буквальном смысле.
- 40 Brown (1986).
- 41 Blau (1963).

ГЛАВА 3. ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯ И НЕДОБРОСОВЕСТНОСТЬ

- 42 Akerlof and Kranton (2000, 2002, 2005, 2008).
- 43 Гэлбрейт (Galbraith 1997 [1955], стр. 133) отмечает циклический характер экономической недобросовестности. Он описывает «массовый рост невыявленных растрат» во времена бума и их массовое выявление после обвала.
- 44 Основные положения этой главы взяты из совместной работы Джорджа Акерлофа и Пола Ромера (Akerlof and Romer 1993).
- 45 Jacobs (1961).
- 46 Кроме того, в скудном ассортименте советских магазинов довольно часто присутствовали шоколадное масло и шоколадный плавленый сыр (прим. ред.).
- 47 Chernow (1998).
- 48 См. Akerlof and Romer (1993).
- 49 Welch and Byrne (2001, стр. 129).
- 50 Wolk and Nikolai (1997, стр. 11).
- 51 В долларах 1993 года (Akerlof and Romer 1993, стр. 36).
- 52 Akerlof and Romer (1993).
- 53 Согласно доводам Гроссмана и Харта (Grossman and Hart 1980).
- 54 Kornbluth (1992, стр. 323-24).
- 55 Crystal (1991).
- 56 Sands (1991).
- 57 Индекс стоимости домов Standard & Poor's/Case-Shiller <http://www.metroarea.standardandpoors.com>
- 58 Eichenwald (2005).
- 59 Хотя Комиссия по ценным бумагам и биржам начала расследование финансовых нарушений, допущенных Enron, лишь 19 октября 2001 г., в период завершения рецессии (длившейся с марта по ноябрь 2001 г.), подозрения по поводу Enron нарастали, а ее акции, соответственно, стали падать. Задолго до этого Enron превратилась в символ той разновидности финансовых злоупотреблений, которые были неотъемлемой частью периода до, во время и после рецессии 2001 г., включая и период вялого роста 2002-2003 гг.
- 60 Case (2008).

- 61 Mason and Rosner (2007, стр. 2).
- 62 Shiller (2008a).
- 63 Calomiris (2008, стр. 19).
- 64 Прекрасный пример приведен в: Kashyap et al. (2008, стр. 9). Авторы указывают, что сотрудники банка UBS, покупая высокорисковые закладные, регистрировали высокую прибыль - что отражалось на их бонусах.
- 65 Goetzmann et al. (2003) and Lo (2008).
- 66 О портфелях хедж-фондов известно крайне мало, потому что они не обязаны раскрывать эту информацию. С точки зрения общественной оценки системного риска было бы неплохо обязать их делать это. В 2006 г. в США был короткий период, когда управляющие хедж-фондами обязаны были подавать форму ADV в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Эта форма содержит существенную информацию для оценки операционных рисков того или иного фонда, хотя и не дает прямой информации о его инвестиционном портфеле. Фактически эта мера принесла минимальные результаты (см.: Brown et al. 2007). Лучше было бы раскрывать сведения о самом инвестиционном портфеле фонда.
- 67 Calomiris (2008).
- 68 Becker (1968).
- 69 Диффузия двух жидких веществ, разделенных полупроницаемой мембраной (прим. ред.).
- 70 Sah (1991).

ГЛАВА 4. ДЕНЕЖНАЯ ИЛЛЮЗИЯ

- 1 В 1933 г. губернатор Нью-Йорка Герберт Х. Леман заявил: «Теперь ничто, по моему убеждению, не может остановить движение за отмену «сухого закона», охватившее все уголки нашей страны. Битва против лицемерия, бандитизма и неуважения к закону почти выиграна благодаря силе общественного мнения, которое способно творить чудеса, если только не затыкать ему рот» (Formal Addresses of Lehman, Smith, Root and Wadworth at Repeal Convention).
- 71 «Contract Bridge Favorite Game among Women».
- 3 Тем не менее население продолжает относиться к индексации с некоторым предубеждением (Shiller 1997b).
- 1 Fisher (1928, стр. 75-78). Наши более современные подсчеты предполагают, что цены увеличились скорее в два раза.

- [^] Там же, стр. 3–18.
- ⁷⁶ Keynes (1940b).
- ⁷⁷ Phillips (1958).
- ⁷⁸ Friedman (1968).
- ⁷⁴ См., напр., Гордон (Gordon 1977, стр. 265). Если инфляционные ожидания формируются как скользящее среднее от инфляции в ближайшем прошлом, расчеты кривых Филлипса должны были бы показать, что все коэффициенты отложенной инфляции в сумме равны единице. Многие расчеты кривых Филлипса не опровергают того, что эта сумма равна единице. Учитывая важность этого параметра, удивительно, что его устойчивость относительно конкретных периодов времени, конкретных данных и точной спецификации на кривой Филлипса ни разу не подвергалась строгой проверке - впрочем, предполагается, что все, относящееся к кривой Филлипса, включая и саму теорию естественного уровня безработицы, рассчитано весьма приблизительно. Акерлоф и соавторы (Akerlof et al. 2000) предлагают ряд методов расчета как для ценовых, так и для зарплатных уравнений с множеством различных детализаций. Эти расчеты, особенно относящиеся к периодам низкой инфляции, показывают значительные расхождения в сумме коэффициентов отложенной инфляции. Еще одним свидетельством в пользу того, что подобные расчеты зависят от детализации, может служить высокое значение стандартной ошибки при расчете собственно естественного уровня (Staiger et al. 1997); было бы удивительно, если бы можно было точно определить сумму отложенных коэффициентов, если другой компонент кривой Филлипса, естественный уровень, можно просчитать лишь с весьма малой точностью. Собственные расчеты Гордона показывают самые разные значения этой суммы коэффициентов. Разумеется, существует теоретическое обоснование того, что значение этой суммы не может быть устойчивым. Руководствуясь рациональными предположениями, а не просто механической теорией формирования инфляционных ожиданий, то, что не существует никаких теоретических предпосылок к тому, чтобы эта сумма равнялась единице, доказывает Сарджент (Sargent 1971).
- ⁸¹ Имелись высокие значения стандартных ошибок.
- ⁸¹ Еще до Фридмана акселерационистский подход к кривой Филлипса продемонстрировал Эдмунд Фелпс (Phelps 1968). В 2006-м ему была - весьма запоздало - присуждена Нобелевская премия, главным образом за эту догадку.
- ⁸² Tobin (1972b, стр. 3).
- ⁸³ Принятое в США сокращение для обозначения индексации зарплаты в соответствии с изменением прожиточного минимума (Cost-of-Living Adjustment) (прим. ред.).

⁸⁴ Christofides and Peng (2004, табл. 1, стр. 38).

⁸⁵ Там же, прим. 19, стр. 11.

⁸⁶ Во всех нижеприведенных исследованиях отмечаются существенные признаки неэластичности номинальной заработной платы: по США — Card and Hyslop (1997), Kahn (1997), Altonji and Devereux (1999), Bewley (1999), and Lebow et al. (1999); по Австралии - Dwyer and Leong (2000); по Канаде - Fortin (1996); по Германии - Bauer et al. (2003), Knoppik and Beissinger (2003); по Японии - Kimura and Ueda (2001), Kuroda and Yamamoto (2003а-с); по Мексике - Castellanos et al. (2004); по Новой Зеландии - Cassino (1995) and Chappie (1996); по Швеции - Agell and Lundborg (2003); по Швейцарии - Fehr and Goette (2004); по Великобритании - Nickell and Quintini (2001).

⁸⁷ Carlton (1986).

⁸⁸ Modigliani and Cohn (1979).

ГЛАВА 5. ИСТОРИИ

⁸⁹ Это выражение часто приписывают американской поэтессе Эдне Сент-Винцент Миллей: «Жизнь - не вереница гадостей. Это одна и та же гадость, повторяющаяся бесконечно». Однако в этой строке она опровергает чье-то более раннее высказывание, происхождение которого мы установить не смогли.

⁹⁰ Schank and Abelson (1977, 1995).

⁹¹ Taleb (2001).

⁹² Sternberg (1998).

⁹³ Harmon (2006).

⁹⁴ Polti (1981 [1916]).

⁹⁵ Tobias (1993, стр. iii-iv).

⁹⁶ Роль политиков в распространении историй обстоятельно рассмотрена у Эдварда Глэзера (Edward Glaeser 2002).

⁹⁷ Finnel (2006).

⁹⁸ Colburn (1984).

⁹⁹ Finnel (2006).

¹⁰⁰ Shiller (2000, 2005).

¹⁰¹ Шиллер (Shiller 2000, 2005) отметил все крупнейшие взлеты курсов национальных бирж по всему миру и изучил опубликованные в прессе истории, интерпретирующие эти взлеты. Он отметил большую изобретательность сочинителей этих историй, желавших доказать, что экономику данной страны ожидает новая эра. Однако вопреки всем этим историям рост фондовых рынков, как правило, вскоре сменялся падением.

¹⁰² Классическая математическая модель эпидемии приведена у Бейли (Bailey 1975).

ГЛАВА 6. ПОЧЕМУ ЭКОНОМИКА ВПАДАЕТ В ДЕПРЕССИЮ?

¹⁰³ Shiller (2008b).

¹⁰⁴ См., напр.,: Must Cut Prices if They Would Work или Miners Seem Hopelessly Divided.

¹⁰⁵ Want Old Rate Restored.

¹⁰⁶ Lebergott (1957).

¹⁰⁷ Romer (1986).

¹⁰⁸ Краткосрочные процентные ставки в 1893 г. достигли уровня, невиданного со времени паники 1873 г. (Mascaulay 1938, табл. 10, стр. А142-160). Крах предприятий был вызван не только высокими ставками, но и «невозможностью займа под какие бы то ни было проценты». Отсутствие кредитов привело к «прокальванию множества воздушных шаров» (см. Lending on Collateral и Unable to Weather the Gale).

¹⁰⁹ Noyes (1909).

¹¹⁰ Милтон Фридман, Анна Якобсон Шварц. Монетарная история Соединенных Штатов. 1867-1960. Ваклер, 2007 г.

¹¹¹ Steeples and Whitten (1998).

¹¹² Faulkner (1959), Turner (1894) и Schumpeter (1939).

¹¹³ Clark (1895).

¹¹⁴ Steeples and Whitten (1998, стр. 128).

¹¹⁵ Embezzlements of Last Year.

¹¹⁶ Degler (1967).

¹ Баум, умерший в 1919 г., никогда не утверждал, что его книга - метафора. Но

- исследователи отмечали многочисленные параллели книги с полемикой вокруг биметаллизма, см.: (Littlefield 1964).
- 118 Wilson Insistent.
- 119 Reynolds Sees New Hope with Currency Law Changes и President Wilson Looks to Business Prosperity as He Signs Currency Measure.
- 120 Young (1928, стр. 973 и 976).
- 121 Поиск словосочетания «перегретая экономика» в поисковой системе LexisNexis в разделах «Общие новости, Крупнейшие газеты» дал 1987 результатов.
- 122 Поиск по всему корпусу текстов серии «Рабочие доклады» Национального совета по экономическим исследованиям, включающей в себя более десяти тысяч научных докладов, не дал ни одного случая использования словосочетания «перегретая экономика».
- 123 Согласно данным, приведенным Ди Гелла и др. (Di Telia et al. 2000), во многих странах уровень удовлетворенности жизнью имеет обратную зависимость от уровня инфляции и безработицы.
- 124 Shiller (2000, 2005).
- 125 Цит. по: McDonald (1962, стр. 278).
- 126 Smith (1925).
- 12 Alexander Dana Noyes, <http://www.newsbios.com/newslum/noyes.htm>
- 128 Eichengreen и Sachs (1985) и Eichengreen (1992).
- 129 U.S. Bureau of Labor Statistics (2008).
- 130 O'Brien (1989).
- 131 Applaud Idea of Lowering City Salaries.
- 132 O'Brien (1989).
- 133 Notes Real Signs of Business Uplift.
- 134 Экономические историки Гарольд Коул и Ли Оханян (Harold Cole and Lee Ohanian 2000, 2004) утверждают, что, позволив корпорациям вступать в сговор и сохранять преимущества своего монопольного положения, администрация Рузвельта усугубила депрессию в США. Согласно Коулу и Оханяну, даже после того как Верховный Суд США в 1935 г. аннулировал положение NIRA о конкуренции, правительство продолжало на практике поддерживать его, не применяя

антистрессового законодательства против корпораций, уступивших требованиям профсоюзов о повышении зарплаты.

- ¹³¹ Согласно кейнсианской модели в том виде, в каком она приведена в учебниках, в случае крайней депрессии кривая совокупного спроса вертикальна. При наличии фиксированных номинальных зарплат уровень цен устанавливается кривой совокупного предложения, так чтобы реальная зарплата соответствовала данному уровню производства.
- ¹³⁶ Higgs (1997, стр. 568).
- ¹³⁷ Cantril (1951, стр. 175). В мае 1939 г. руководителям американских компаний было предложено выбрать одно из двух утверждений: «Политика нынешней администрации настолько подорвала доверие бизнесменов, что восстановление экономики оказалось в значительной степени затруднено» или «Бизнесмены необоснованно упрекают администрацию в собственных неприятностях». 64,8% респондентов выразили согласие с первым утверждением, со вторым согласились 25,6%, а 9,6% затруднились ответить (стр. 64).
- ¹³⁸ Callisthenes (1931).
- ¹³⁹ Out of the Trough of Depression.
- ¹⁴⁰ Confidence Is Recovery Key, Sloan Asserts.
- ¹⁴¹ Youngman (1938).
- ¹⁴² Romer (1992).

ГЛАВА 7. ПОЧЕМУ (В ТОЙ МЕРЕ, В КАКОЙ ИМ ЭТО УДАЕТСЯ) ЦЕНТРОБАНКИ ИМЕЮТ ВЛАСТЬ НАД ЭКОНОМИКОЙ?

- ¹⁴³ Японский индекс потребительских цен, находившийся на уровне 111.4 в 1990 г., в 1998 достиг отметки в 122.2, реальная дефляция отмечалась лишь в 1994-1995 гг. Но позже, в период 1998-2005 гг., имела место непрерывная, хоть и плавная дефляция. В 2006-2007 гг. инфляции практически не было. См.: Economic Report of the President (2008, табл. В-108, стр. 350).
- ¹⁴⁴ Federal Reserve (2008a).
- ¹⁴⁵ <http://www.federalreserve.gov/releases/h4l/Current/>. Цифра приводится лишь для обозначения порядка этой величины. В нынешней ситуации финансового кризиса она постоянно меняется.
- ¹⁴⁶ Как бы эта история ни нравилась теоретикам, она упускает из виду нечто принципиально важное в задачах Центробанка. Хайман Мински (Human Minsky 1982, стр. 250) заметил, что руководители центробанков, считающие эту историю важнейшей в своей деятельности, надевают на себя «шоры денежной массы».

- 147 Goldfeld (1976).
- 148 Обсуждение теории ссудного капитала см. в: Bernanke and Blinder (1988, 1992).
- 149 Точный процент зависит от характера и размера пассивов конкретного банка. См.: Federal Reserve (2008b).
- 150 Данные приводятся по: Friedman и Schwartz (1963, стр. 156-68).
- 151 An Elastic Currency and Bankers' Bank.
- 152 Mr. Lodge on Finance.
- 153 Aldrich Banking System.
- 154 Still Danger of Financial Panic.
- 155 Morris and Shin (2004) and Brunnermeier (2009).
- 1⁶ Sorkin (2008). Однако позднее JPMorgan Chase согласился заплатить по \$10 за акцию. Изначальная «суточная сделка» была признана излишне поспешной и подверглась пересмотру (Thomas and Dash 2008).
- 157 Andrews (2008).
- 158 Bernanke (2008a).
- 159 Lowenstein (2001, стр. 39, 40, 118, 191 и 207).

ПОСЛЕСЛОВИЕ К ГЛАВЕ 7. НЫНЕШНИЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС: ЧТО ДЕЛАТЬ?

- 160 Американские законы, начиная с Закона о занятости 1946 г., формулируют две основных цели экономической политики государства. Как гласит пункт 1021 раздела 15 Кодекса США, государство «объявляет и устанавливает в качестве национальной цели исполнение права на полное удовлетворение возможностей полезного оплачиваемого трудоустройства со справедливым уровнем вознаграждения для всех индивидов, способных, желающих и стремящихся трудиться». И далее: «Конгресс также объявляет инфляцию одной из важнейших проблем государства, требующей пристального внимания государства», (<http://www.law.cornell.edu/uscode/15/1021.html>). Во время кризиса выполнение задачи по снижению инфляции не представляется сложным.
- 161 g 1994 г. ВВП составлял около \$7 триллионов (Economic Report of the President 2001, табл. В-1, стр. 274).
- 162 Federal Reserve табл. В16, Commercial Paper Outstanding (<http://www.federalreserve.gov/DataDownload/Download.aspx?rel=CP8cseries=40f558ddc745a653699dbcdf7d6bae@Sdst&Obs=248drom=&to=&ffletype=csv&label=include8dayout=seriescolumn&type=package>).

- ¹⁶³ С поправкой на сезонность их объем составлял \$1,21 триллиона в июле 2007 г. К октябрю 2008 г. он опустился до \$725 миллиардов.
- ¹⁶⁴ Разумеется, многие ипотечные закладные можно было передать Fannie Mae или Freddie Mac.
- ¹⁶⁵ Greenlaw et al. (2008) и Morris and Shin (2008).
- ¹⁶⁶ Консультационный орган при президенте США, состоящий из трех академических экономистов (прим. ред.).
- ¹⁶ Кредитный план следует рассматривать как промежуточный, потому что он будет использоваться в качестве средства для достижения конечной цели - полной занятости. «Промежуточный план» неоднократно обсуждался (см. Friedman (1990)).
- ¹⁶⁸ Bernanke and Blinder (1988, стр. 438).
- ¹⁶⁹ Bernanke et al. (2001).
- ¹⁷⁰ <http://www.frbsf.org/news/speeches/2008/1014.html>. ФРС также открыла специальную кредитную систему для первичных дилеров и аналогичную систему предоставления ликвидности для фондов денежного рынка, находящихся во взаимном пользовании. Также в двух случаях она выдала два значительных кредита для предотвращения банкротства крупных финансовых учреждений: Bear Sterns (см. главу 7) и American International Group (AIG). Все эти действия ФРС можно считать применением «дисконтного окна», хотя и нетрадиционным.
- ¹⁷¹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081007d.htm> и <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081021b.htm>.
- ¹⁷² Разъяснения ФРС по этому вопросу см.: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/monetary20081125a.pdf>.
- ¹⁷³ U.S. Department of the Treasury (2008, стр. 2).
- ¹⁷⁴ http://en.wikipedia.org/wiki/Fannie_Mae.
- ¹⁷⁵ Прекрасное описание урегулирования банковского кризиса в Швеции в 1990-е приведено у Englund (1999). После завершения кризиса банки вновь стали прибыльными (илл. 6, стр. 90).
- ¹⁷⁶ Morgenson (2008).
- ¹⁷⁷ Benoit et al. (2008).

ГЛАВА 8. ПОЧЕМУ НЕКОТОРЫЕ НЕ МОГУТ НАЙТИ РАБОТУ?

- 178 Большая часть этой главы основана на совместной работе Акерлофа и Дженет Йеллен (Akerlof and Yellen 1990).
- 179 Первые работы по этой теории см.: Solow (1979), McDonald и Solow (1981), Akerlof (1982). См. также: Yellen (1984).
- 180 Pratt et al. (1979).
- 181 Ibid., стр. 206-207.
- 182 Из Dunlop (1957, стр. 21). Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics (1951, стр. 9-10).
- 183 Juhn et al. (1993).
- 184 Эти цифры могут быть значительно выше действительных, поскольку в исследовании не сделана поправка на погрешность измерений. Данные мартовских приложений к Текущему демографическому обследованию (Current Population Survey, CPS) в качестве источника данных, в которых зарплата исчисляется как заявленный годовой доход, деленный на заявленное годовое количество рабочих часов, дают значительную ошибку измерения (см.: Lemieux 2006).
- 185 Groshen (1991).
- 186 Здесь объяснялись средние значения разницы в зарплате, не контролируя род занятий (см.: Groshen 1991, стр. 874).
- 187 Dickens and Katz (1987) и Krueger and Summers (1988). Саммерс позже стал министром финансов и президентом Гарвардского университета, а ныне он - один из ведущих советников президента США Барака Обамы. Это исследование показывает высочайший уровень его работы как экономиста. Обратим внимание, что оба исследования относятся к тому периоду в истории США, когда профсоюзы были весьма слабыми, так что едва ли они сколько-нибудь существенно повлияли на такой разброс зарплат. Напротив, профсоюзы могли повлиять на разброс зарплат у Данлопа. О роли профсоюзов в формировании зарплат в годы Великой депрессии 1930-х см.: Cole and Ohanian (2004).
- 188 Некоторые данные о «контр-циклическом» характере увольнений по собственному желанию приведены в Akerlof et al (1988).
- 189 Ibid., стр. 532.
- 190 Shapiro and Stiglitz (1984), также см.: Stoft (1982), Foster and Wan (1984), и Bowles (1985).
- 191 Lazear and Moore (1984).

- ¹⁹² Akerlof and Kranton (2005, стр. 22).
- ¹⁹³ Сложность эмоциональных отношений между работодателем и работником описана в работах Katz (1986), Blinder and Choi (1990), а также Uchitelle (2006). Важность взаимности в отношениях подтверждается рядом экспериментов. МакКейб и др. (McCabe et al. 2003) установили, что в экспериментальной игре на доверие люди готовы что-то отдать неизвестному им человеку, которого они даже не видят, в надежде на его обдуманый ответный шаг. Блайндер и Чой (Blinder and Choi) нашли весомое подтверждение наличия моральных соображений при выплате высоких зарплат и не столь однозначное подтверждение того, что зарплата, стимулирующие эффективность, повышают трудовую дисциплину. Бьюли (Bewley 1999) делает вывод, что моральные соображения являются важной причиной отказа от сокращения зарплат. Кемпбелл и Камлани (Campbell and Kamlani 1997) сообщают, что моральные соображения, наряду с опасениями, что лучшие работники уволятся по собственному желанию, являются главной причиной того, почему фирмы не производят сокращения зарплат в денежной форме. Фэнг и Москарини (Fang and Moscarini 2002) утверждают, что обеспокоенность компаний вопросами морали способствует политике «уровнировки» и сжатия зарплат, а уровень оплаты труда не связан с качеством выполняемой работы.
- ¹⁹⁴ Akerlof and Yellen (1990) и Levine (1991).
- ¹⁹⁵ Теория безработицы, подчеркивающая роль работников, уже занятых в данной фирме, называется «теорией инсайдера-аутсайдера». Первоначально разработанная Ассаром Линдбеком и Деннисом Сноуером (Assar Lindbeck and Dennis Snower 1988), она была применена Оливье Бланшаром и Лоуренсом Саммерсом (Olivier Blanchard and Lawrence Summers 1987) для объяснения длительной безработицы в Европе.

ГЛАВА 9. ПОЧЕМУ В ДОЛГОСРОЧНОМ ПЛАНЕ СУЩЕСТВУЕТ ВЫБОР МЕЖДУ ИНФЛЯЦИЕЙ И БЕЗРАБОТИЦЕЙ?

- ¹⁹⁶ Большая часть этой главы основана на совместной работе Акерлофа с Уильямом Диккенсом и Джорджем Пеппи (Akerlof et al. 1996, 2000; Akerlof and Dickens 2007). См. также: Schultze (1959), Tobin (1972) и Palley (1994).
- ¹⁹⁷ Samuelson (1997 [1948]).
- ¹⁹⁸ Card and Hyslop (1997) и Kahn (1997).
- ¹⁹⁹ Fortin (1995, 1996).
- ²⁰⁰ Bewley (1999). Бьюли провел 334 интервью. В некоторых участвовало более одного интервьюируемого.
- ²⁰¹ Ibid., стр. 535-554.

- 202 Компании часто одинаково платят всем, кто занимает одинаковые должности, даже если одни работники производительнее других. На первый взгляд, это противоречит экономической логике: как может более высокая производительность оставаться без вознаграждения? Но такой уравнилельный принцип широко распространен. Более производительным сотрудникам не платят больше не только потому, что это могло бы вызвать чувство несправедливости у других, но также из-за того, что те, кто получает меньше, перестанут доверять работодателю, потеряют самоуважение и будут менее преданными компании (Fang and Moscarini 2002).
- 203 Akerlof et al. (1996, стр. 31).
- 204 Такое изменение зарплаты при изменении инфляции с 2% до нуля приблизительно соответствует расчетам, полученным Кардом и Хислопом, изучавшим асимметричное распределение изменений зарплаты (Card and Hyslop 1997). Они получили более низкие значения этого параметра, но это объясняется тем, что они рассматривают более высокие уровни инфляции, при которых зарплата будет меняться значительно меньше.
- 205 Этот аргумент со всеми необходимыми уравнениями выведен в Akerlof et al. (1996, 2000) и Akerlof and Dickens (2007).
- 206 Эта цифра получена в соответствии с законом Окана, гласящим, что увеличение безработицы на 1 процентный пункт приводит к снижению выпуска продукции на 2%.
- 20 Математическая модель этого эффекта приведена в Shafir et al. (1997).
- 208 Простой и естественный способ измерения инфляционных ожиданий - средневзвешенное значение (по-научному это называется «распределенная задержка») инфляции в прошлом. В этом случае сумма коэффициентов при значениях инфляции за прошедшие периоды в оценках кривой Филлипса указывает на то, в какой мере работает теория естественного уровня. Если сумма этих коэффициентов равна единице, то по мере возрастания инфляционных ожиданий зарплата вырастет ровно на ту же величину. Если сумма меньше единицы, то зарплаты вырастут меньше, чем инфляционные ожидания. Исключение из этого правила см.: Sargent (1971).
- 209 Если оценивать кривые Филлипса для периодов высокой и низкой инфляции в США, при низкой инфляции сумма коэффициентов при значениях инфляции за прошедшие периоды близка к нулю. Когда инфляция высока, этот показатель близок к единице. Если инфляционные ожидания являются средневзвешенным значением инфляции недавнего прошлого, то при полном включении инфляционных ожиданий в зарплату мы можем ожидать, что сумма этих коэффициентов будет равна единице; а без такового включения можно ожидать, что эта сумма будет равна нулю (Akerlof et al. 2000; Brainard and Perry 2000). Разница между оценками при высокой и при низкой инфляции может также возникать по эконометрическим причинам.

²¹⁰ Данные, таким образом, показывают, что изменение зарплаты больше зависит от инфляции в предыдущие периоды, когда инфляция высока, чем когда она низка. Но мы должны также предупредить читателя, что оценивать кривые Филлипса довольно сложно. Возможно, есть причины системного характера, делающие такие оценки ошибочными. Но найти эти причины трудно и, скорее всего, даже невозможно. Например, в предыдущие периоды при низкой инфляции значения инфляции в предыдущие периоды может быть более «зашумленной» прокси-переменной инфляционных ожиданий, чем при высокой.

²¹¹ Fortin (1996).

²¹² Ibid, стр. 761.

²¹³ Ip (1994).

²¹⁴ Fortin (1996, стр. 765).

ГЛАВА 10. ПОЧЕМУ МЫ ТАК ЛЕГКОМЫСЛЕННО ОТНОСИМСЯ К СБЕРЕЖЕНИЯМ?

²¹⁵ Ip (1994).

²¹⁶ Venn and Wise (2000).

²¹⁷ Ф.Х. Бакли и Маргарет Бриниг (F. H. Buckley and Margaret Brinig 1998) отмечают, что почти трехкратное увеличение числа зарегистрированных личных банкротств между 1980 и 1992 гг. не связано со смягчением закона о банкротстве. Они доказывают, что рост количества банкротств объясняется изменением общественных норм, в частности касающихся социального консерватизма, нетерпимости к нарушению обещания и чувства стыда.

²¹⁸ Shefrin and Thaler (1988). Данные по американским домохозяйствам, согласно Обследованию потребительских расходов, подтверждают, что процент дивидендов, расходуемый на потребление, выше, чем направляемый на потребление процент доходов от прироста капитала (Baker et al. 2006).

²¹⁹ Thaler and Benartzi (2004). Уровень сбережений повысился с 4,4% до 8,8% (стр. S174). Такое поведение также объясняется посредством «теории перспектив» Канемана и Тверски (Kahneman and Tversky (1979). Согласно ей, фрейминг играет важную роль при принятии решений и люди резко отрицательно относятся к потерям. В контексте исследования Тейлера и Бенарци, работники не хотят жертвовать нынешним уровнем своего потребления.

²²⁰ Gale et al. (2005).

²²¹ Madrian and Shea (2001).

²²² Lusardi and Mitchell (2005, стр. 11).

- 223 Ibid., стр. 12.
- 224 Многие аномалии, связанные со сбережением, см. в: Shiller (1982), Grossman et al. (1987), Campbell and Deaton (1989) и Deaton (1992). Холл и Мишкин (Hall and Mishkin 1982) объясняют некоторые из этих аномалий разделением индивидов на потребителей, у которых возможности брать в долг ограничены, и тех, у кого таких ограничений нет. Ши (Shea 1995b) приводит доказательства, что ни ограниченная возможность получения кредита, ни «близорукость» не могут полностью объяснить предсказуемость потребления; он предполагает, что предсказуемость уровня потребления в значительной степени объясняется наличием у людей «отвращения к потерям». Шефрин и Тейлер собрали некоторые данные по аномалиям и составили поведенческую модель, включающую некоторые лучшие черты модели жизненного цикла Андо и Модильяни (Ando and Modigliani 1963) и приспособили ее к известным особенностям человеческого поведения (Thaler 1994). Более обстоятельное обсуждение этих вопросов см.: Thaler (1994).
- 225 Keynes (1973 [1936], стр. 96).
- 226 Холл (Hall 1978) обнаружил яркое подтверждение этой максимизирующей модели, показав, что совокупное потребление в СЛПА на протяжении времени приблизительно представляет собой случайное блуждание. Однако последующие данные породили другие интерпретации (Blinder et al. 1985; Hall 1988). Кэрролл и Саммерс (Carroll and Summers 1991) обнаружили свидетельство, опровергающее гипотезу «случайного блуждания», в том, что индивидуальное потребление склонно следовать предсказуемым изменениям дохода в течение жизненного цикла, хотя потом Кэрролл (2001) слегка пошел на попятную по части этих выводов. Ши (Shea 1995a) нашел подтверждения того, что изменения в индивидуальном потреблении можно спрогнозировать, используя данные о будущих доходах, заложенные в профсоюзных контрактах.
- 227 Modigliani and Brumberg (1954) and Friedman (1957).
- 228 Как изложено в: Angeletos et al. (2001, стр. 47), со ссылками на: Bernheim (1995) и Farkas and Johnson (1997).
- 229 Энген и др. (Engen et al. 1999, стр. 97) приходят к противоположному выводу. Они сравнивают реальное богатство домохозяйств с предполагаемым, рассчитанным с помощью оптимизационной модели с поправкой на норму временно дисконтирования (3%). Используя данные из Опроса общественного мнения о качестве здравоохранения и пенсионного обеспечения в США, а также включив в понятие богатства, в частности чистую (т.е. за вычетом долговых обязательств) рыночную стоимость находящейся в собственности недвижимости, они обнаружили, что реальное богатство 60,5% домохозяйств превышает медианные значения оптимального богатства, рассчитанного с помощью калиброванной модели. Мы же обращаем внимание на другой результат, вытекающий из их имитационных расчетов. Если исключить из определения богатства стоимость инвестиций в основное место жительства и принять норму межвременного дис-

континирования равной нулю, то только 29,9% людей достигнут предпенсионного возраста (60 или 61 год), имея больше оптимального медианного богатства для их возрастной группы. Мы, как и авторы исследования, считаем нулевую норму дисконтирования более верной исходя из своих эмпирических и умозрительных умозаключений. Это соответствует очевидному стремлению людей не снижать уровень своего потребления при нулевой процентной ставке и позволяет одинаково учитывать уровень полезности для разных возрастов. Мы исключили стоимость основного места жительства исходя из того, что пенсионеров ничто не вынуждает покидать свой дом по финансовым соображениям или прибегать к обратной закладной.

- 2⁰ Письмо от Гэри Барглесса, таблица под названием «Доля социальных выплат по источникам и по квинтилям дохода для населения от 65 и старше».
- 2³¹ Кандидат на пост президента США от Демократической партии во время избирательной кампании 2004 г. (прим. ред.).
- 2³² Aaron and Reischauer (1999, стр. 174).
- 2³³ Без учета паритета покупательной способности ВВП на душу населения в Люксембурге превосходит тот же показатель для Бурунди в 897 раз (Central Intelligence Agency, 2008).
- 2³⁴ Кстати, как уже давно известно, существует сильная историческая связь (в виде корреляции по разным странам) между уровнем сбережений и темпами экономического роста различных государств (см., напр.: Modigliani 1970 and Carroll and Weil 1994).
- 2³⁵ См.: <http://ask-us.cpf.gov.sg/?prof=mem>
- 2³⁶ Peebles (2002).
- 2³⁷ В принятых сейчас методах измерения роста влияние сбережений на рост ВВП представляет собой произведение «доли капитала» (это, как правило, от 1/4 до 1/3) на темп роста запаса капитала. При коэффициенте капиталоемкости, равном трем, и чистой норме сбережений в 1/3 запас капитала будет расти с темпом 1/9. Вклад сбережений в рост ВВП тогда составит между 1/36 и 1/27.
- 2³⁸ Последующая информация взята из интервью, проведенных лично Энди Ди У.
- 2³⁹ Feinberg (1986, стр. 355).
- 2⁴⁰ Prelec and Simester (2001).
- 2⁴¹ Лейбсон и др. (Laibson et al. 2000, стр. 38) утверждают, что людям свойственно двойственно относиться к своим сбережениям. В их сознании существуют два отдельных счета: пенсионные сбережения (которые они держат в ликвидных средствах) и долги по кредитным картам. Этим можно объяснить широко рас-

пространенную практику накопления значительных долгов по кредитным картам, процентные ставки по которым выше, нежели проценты, на пенсионных счетах.

²⁴² Barenstein (2002).

ГЛАВА 11. ПОЧЕМУ ЦЕНЫ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ И ОБЪЕМ КОРПОРАТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ТАК НЕУСТОЙЧИВЫ?

²⁴³ Частично эта глава написана на основе совместных работ Роберта Шиллера и Джона Кемпбелла, см. напр.: Campbell and Shiller (1987, 1988).

²⁴⁴ В этих подсчетах использован Сводный индекс цен на ценные бумаги Standard and Poor's, деленный на Индекс потребительских цен для всех городских потребителей, рассчитанный Бюро статистики труда США; см.: <http://www.robertshiller.com>.

²⁴⁵ Пол А. Самуэльсон как-то заметил, что фондовый рынок эффективен в микроэкономическом смысле, но неэффективен в смысле макроэкономическом. Мы обнаружили в его утверждении долю правды (Jung and Shiller 2005).

²⁴⁶ Shiller (2000, 2005).

²⁴⁷ Shiller (1981) и Campbell and Shiller (1987).

²⁴⁸ Терри Марш и Роберт Мертон, комментируя труды LeRoy and Porter (1981) и Shiller (1981), как-то попытались привести «многообещающее доказательство» того, что цены на акции на самом деле представляют сегодняшнюю стоимость оптимально спрогнозированных дивидендов (Marsh and Merton 1986). Только ничего такого в их работе не было (Shiller 1986). Доводы в пользу того, что люди, сведущие в области инвестиций, способны сгладить любые недостатки рынка через арбитражные сделки, не представляются безупречными (Shleifer and Vishny 1997; Barberis and Thaler 2003).

²⁴⁹ Be Wired... Be Bullish (прим. ред.).

²⁵⁰ См.: Mullainathan and Shleifer (2005).

²⁵¹ Allen et al. (2002).

²⁵² От англ. delicious - восхитительные (прим. ред.).

²⁵³ Higgins (2005).

²⁵⁴ Shiller (1984, 2002, 2005, стр. 56-81).

²⁵⁵ Campbell (2006).

- 256 Geanakoplos (2003) и Fostel and Geanakoplos (2008).
- 257 Greenlaw et al. (2008) и Morris and Shin (2008).
- 258 Shleifer and Vishny (1992).
- 259 Сходный вид обратной связи может возникнуть на уровне домохозяйства, проявляясь в семейном «балансовом отчете» примерно так же, как и в балансовом отчете банка (Mishkin 2007).
- 260 Borio (2003) и Bernanke (2008b).
- 261 Cusumano (1985).
- 262 Fukuzawa (1969 [1876]).
- 263 Kaiser Argentine Plant Hit by Faulty Parts, Strikes, Delays.
- 264 Moffitt (1963).
- 265 Ikegami (2005).
- 266 Cusumano (1985).
- 267 В 1920 г. произошла одна крупная забастовка в сталелитейной компании Yahata, в 1933 г. - выступления рабочих производителя швейных машин Singer, а в 1937 г. организованная профсоюзом забастовка гейш, но ничего похожего на серьезные беспорядки, подобные тем, что случались в Аргентине, не было.
- 268 Alexander (2003).
- 269 Kaiser Argentine Plant Hit by Faulty Parts, Strikes, Delays.
- 270 Эконометрические модели можно с большой долей истины описать как модели обратной связи, включающие лишь наблюдаемые данные, а все недоступное наблюдению отнесено к методическим погрешностям. Хотя мы и считаем, что эти модели часто бывают весьма полезны, в них совершенно определенно не учтен некий важный параметр, связанный с психологическими переменными, не поддающимися количественному описанию.
- 271 <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/OILPRICE>.
- 272 Личные сведения Акерлофа, полученные при работе в Совете экономических консультантов в 1973 г.
- 273 Meadows et al. (1972, стр. 125).
- 274 Де Лонг и Саммерс (De Long and Summers 1992) продемонстрировали, что

страны с более высоким уровнем инвестиций, особенно в оборудование, имеют более высокий прирост дохода на душу населения. Сай и Кленов (Hsieh and Klenow (2003, стр. 1) дополняют эти заключения выводом: «Одно из наиболее отчетливо выраженных соотношений, выявленных в работах анализирующих эмпирические данные о росте, - это позитивная корреляция между уровнем инвестиций в физический капитал и уровнем производительности труда».

- ^{27 ^} Здесь и далее цит. по: Джек Уэлч, Джон Бирн «Джек. Мои годы в GE» Манн, Иванов, Фарбер, М. 2006.
- ²⁷⁶ Welch and Byrne (2001, стр. 93, 94, 107 и 171).
- ²⁷⁷ Трумен Бьюли (Truman Bewley 2002), комментируя эксперименты Дэниела Элльсберга, показывающие, что люди отрицательно относятся к неопределенности, характеризует реакцию людей на нее как инерционную; иными словами, они стремятся сохранить статус-кво. Было разработано несколько макроэкономических моделей, показывающих, что люди реагируют на неопределенность, минимизируя убытки. В этих моделях использована теория неопределенности, разработанная Гилбоа и Шмейдлером (Gilboa and Schmeidler 1989). Симз (Sims 2001) дает обзор этой макроэкономической литературы, но отмечает, что в этих моделях неопределенность, как правило, понимается слишком узко - за несколькими деревьями исследователи не видят леса. Кабальеро и Кришнамурти (Caballero and Krishnamurthy 2006) утверждают, что фундаментальная неопределенность порождает неконтролируемый страх возможных системных сбоев в экономике, в результате чего предприниматели стремятся максимально обезопасить себя, а это запускает механизм финансового кризиса.
- ²⁸ В оригинале: story - история (прим. ред.).
- ²⁷⁹ Brainard and Tobin (1968).
- ²⁸⁰ Стоимость активов может также влиять на вероятность банкротства. Компаниям на грани банкротства почти невозможно получить кредит, поэтому они, как правило, не могут воспользоваться выгодными возможностями для инвестиций, после того как изменение стоимости активов отразилось в балансовом отчете.
- ²⁸¹ Морк и др. (Morck et al. 1990) проверили модель Тобина, используя данные отдельных компаний, а Бланшар и др. (Blanchard et al. 1993) проделали то же самое на массиве совокупных данных по США за 90 лет. Оба исследования выявили слабую корреляцию между q и инвестициями. С другой стороны, Бейкер и др. (Baker et al. 2002) показали результаты, в некотором смысле обнадеживающие для модели Тобина - применительно к определенному типу компаний. Они утверждают, что, даже если компании не используют оценки, основанные на рыночном курсе их акций, некоторые фирмы, ограниченные в доступе к кредитам и потому вынужденные в инвестиционных целях прибегать к финансированию посредством выпуска акций, будут в своей инвестиционной деятельности опираться на курсовую стоимость акций. Авторы находят убедительные доказательства того, что для таких компаний срабатывает эффект Тобина применительно к

инвестициям. Эти выводы поддерживают представление о том, что наблюдаемая слабая корреляция между коэффициентом Тобина и фондовым рынком является каузальной, а колебания фондового рынка, вызванные сугубо спекулятивными изменениями, действительно служат одной из причин макроэкономических колебаний.

- 282 Объясняя, как происходят инвестиции, Бланшар и др. (Blanchard et al. 1993) провели своего рода скачки между значениями q , построенными на оценках ожидаемых прибылей, и значением, основанным на ценах фондового рынка. Последнее проиграло с большим отрывом - что повторилось и в «повторном заезде», проведенном Бондом и Камминсом (Bond and Cummins 2000), которые против рыночного значения q выставили значение, выведенное из прогнозов аналитиков относительно будущих доходов.

ГЛАВА 12. ПОЧЕМУ РЫНКИ НЕДВИЖИМОСТИ ПОДВЕРЖЕНЫ ЦИКЛИЧНОСТИ?

- 283 Большая часть этой главы основана на совместной работе Шиллера и Карла Кейса, см., напр., Case and Shiller (1988, 2003). Принципиальное влияние оказал также Аллан Вайс, возглавлявший разработку Индексов цен на жилье Кейса-Шиллера.
- 284 Case (2008, стр. 4).
- 285 Kelly and Tuccillo (2004, стр. vii).
- 286(1) Давшие неправильные ответы последовательно ошибались и в ряде вариаций этой же задачи, из чего следует, что у них сложилось ошибочное представление о том, как движутся предметы в пространстве.
- 287 McCloskey et al. (1980).
- 288 Not a Boom but Growth.
- 289 Brown (1952). Более подробный исторический обзор представлений о недвижимости как инвестиции см.: Shiller (2008a).
- 290 Urban Land Price Index - Japan Residential- Six Largest Cities, Japan Real Estate Institute, <http://www.reinet.or.jp>, deflated by Japan CPI Nationwide General Ex Fresh Food- Core Ex Fresh Food.
- 291 Brunnermeier and Julliard (2006).
- 292 Эта величина получена при использовании периодических данных Министерства сельского хозяйства США по средним ценам на фермерскую недвижимость за столетие с 1900 по 2000 г. (т.е. захвативших лишь самое начало недавнего бума недвижимости) и последующей их дефляции посредством Индекса потребительских цен.

- 293 Shiller (2005). Более современные данные по ценам на дома в США (Shiller 2008b) см. на: www.robertshiller.com.
- 294 King (1999).
- 295 Barrett (2008).
- 296 История возникновения индустрии высокорискового кредитования увлекательно рассказана у Gramlich (2007); см. также: Zandi (2008).

ГЛАВА 13. В ЧЕМ СПЕЦИФИКА БЕДНОСТИ У ОПРЕДЕЛЕННЫХ НАЦИОНАЛЬНЫХ МЕНЬШИНСТВ?

- 297 См: Standard & Poor's/Case-Shiller Tiered Home Price Indices, <http://www.metroareastandardandpoors.com>.
- 298 Основой этой главы послужила совместная работа Акерлофа и Рэчел Крэнтон (Akerlof and Kranton 2000, 2008). Информацию для нее также предоставил Роберт Акерлоф (2008).
- 299 Позитивная дискриминация (affirmative action) - процесс активного обеспечения равенства между представителями разных полов, рас или этносов (прим. ред.).
- 300 Сходная, но значительно менее острая история дискриминации есть и у испаноязычных американцев.
- 301 Эта проблема весьма убедительно сформулирована у Уилсона (Wilson 1987).
- 302 Данные правозащитной организации Civil Rights Watch на основании переписи населения США 2000 г. См: <http://www.hrw.org/legacy/backgroundunder/usa/race/pdf/table3.pdf>.
- 303 <http://www.hrw.org/reports/2000/usa/Table3.pdf>.
- 304 Эта оценка основана на данных по лишениям свободы на 1993 г.
- 305 Данные министерства юстиции США (U.S. Department of Justice 2008, табл 13, стр. 9).
- 306 Wentura (2005, стр. 217).
- 307 Geisel (1984).
- 308 Сила чувства принадлежности к определенной социо-экономической группе и ощущение неизменности этой принадлежности — это, судя по всему, важная составная часть человеческого счастья (Alesina et al. 2001).
- 309 Lamont (2000).

- 310 Friedman and Friedman (1980).
- 311 Liebow (1967).
- 312 Эта теория неблагоприятия, обусловленного самосознанием, предложенная Акерлофом и Крэнтон, подтверждается большим количеством данных. Например, в ней обобщены основные положения таких исследований, как: Frazier (1957), Clark (1965), Du Bois (1965), Hannerz (1969), Rainwater (1970), Wilson (1987, 1996) и Anderson (1990). Бенабу и Тироль (Benabou and Tirole 2000) показывают, как человеческое самомнение может стать объектом манипуляций со стороны тех, кто извлекает из этого выгоду. Работник может почувствовать, что им манипулируют, и выработать иную самооценку, снизить планку собственных притязаний. Глейзер (Glaeser 2002) показывает, что ненависть, иногда проявляемая группами меньшинств, есть в значительной степени следствие подстрекательства со стороны элементов, которые извлекают выгоду из этой ненависти, а «предложение» этой ненависти напрямую связано с экономическим положением. Концептуальные основы представлений о равновесных последствиях сложных взаимодействий социальных групп предложены Брокком и Дюрлауфом (Brock and Durlauf (2003).
- 313 Holzer et al. (2004, рис. 2, стр. 4). Эти цифры относятся к населению, находящемуся на свободе; если мы включим сюда находящихся в заключении, цифра будет намного выше.
- 314 Thernstrom and Thernstrom (1997).
- 315 Shipler (1997).
- 316 Гленн Лаури (Glenn Loury 1995) считает, что позитивная дискриминация может иметь и противоположный эффект: она может обострить у черных чувство собственной отчужденности и побудить их считать себя изгоями, даже когда они добиваются результатов не худших, чем белые.
- 317 Ferguson (2000).
- 318 О влиянии размера группы см.: Krueger and Whitmore (1999). О влиянии качества педагогов см.: Ferguson (1998).
- 319 Например, рассмотрим случай средней школы «Централ-Парк Ист» (CPSS) в Нью-Йорке. В районе, где расположена школа, больше учеников попадают в тюрьмы, чем в колледжи. Однако в CPSS практически нет отчисленных; 90% ее выпускников поступает в колледжи, из них 90% их оканчивают (Fliegel 1993). Успех школы - это, в первую очередь, результат усилий по выработке чувства групповой идентичности среди студентов. Более подробно про CPSS и значение идентичности для экономики образования см.: Akerlof and Kranton (2008).
- 320 Delpit (1995).

³²¹ По данным переписи, в 2004 г. черные составляли 17% всех гражданских федеральных служащих (U.S. Census 2008, табл. 486) и занимали 25% федеральных должностей низового уровня (тарифные разряды от 1 до 6-го; см.: U.S. Office of Personnel Management 2004, табл. 2). Доля черных среди всех занятых в США составила 10,7% (Economic Report of the President 2008, табл. B37, стр. 271).

³²² Краткосрочные преимущества заключения под стражу обозначил Левит (Levitt 1996).

ГЛАВА 14. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

³²³ Economic Report of the President (2002, рис. 1-1, стр. 24).

³²⁴ Этот законопроект известен как Закон 2001 г. об экономическом росте и снижении налогов (Economic and Growth Tax Relief and Recovery Act of 2001, сокращенно EGTRRA). Далее последовало еще одно стимулирующее сокращение налогов, Закон 2003 г. о создании рабочих мест, экономическом развитии и установлении налоговых льгот (Jobs and Growth Tax Relief and Reconciliation Act of 2003, JGTRRA). Бюджетное управление Конгресса оценило десятилетний (2001-2011 гг.) экономический эффект от JGTRRA в \$1,3 триллиона дополнительного учтенного дохода и в \$1,7 триллиона с учетом ожидаемого пересмотра и альтернативных поправок по минимальному налогообложению (Gale and Potter 2002, табл. 2).

^{324<i>} Federal Reserve Bank of New York, Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates, 1971 to Present, <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>. Следует отметить, что эти ставки были особенно низкими из-за существовавшего на то время определения временных рядов. Это определение изменилось в январе 2003 г.; после этого учетные и процентные ставки по краткосрочным кредитам были изменены для «соответствия ставкам первичного и вторичного кредита», которые на момент изменения были значительно выше.

³²⁶ Рост ВВП увеличился с минимума в 0,7% в 2001 г. до 3,6% в 2004 г. (расчеты приводятся по: Economic Report of the President 2008, табл. B-2, стр. 226).

³² С 1991 по 2000 г. валовые внутренние инвестиции, вначале составлявшие \$829,1 миллиарда, выросли на 102,5%. Их составная часть, оборудование и программное обеспечение, при начальной величине в \$345,9 миллиарда, показала еще более значительный рост на 165,6%. Для сравнения, ВВП за этот же период вырос лишь на 38,3% (Economic Report of the President 2008, табл. B-2, стр. 226; значения приведены в привязке к доллару 2000 г.).

³²⁸ Фиксированные инвестиции в жилье начались на уровне \$448,5 миллиарда (см. Economic Report of the President 2008, табл. B-2, стр. 226, значения вновь приведены в привязке к доллару 2000 г.).

³²⁹ См: Standard & Poor's/Case-Shiller Home Price Index, <http://www.metroarea.standardandpoors.com>. Дефлятор Индекса потребительских цен см.: Economic Report of the President (2008, табл. B-7, стр. 234).

- ³³⁰ В Лос-Анджелесе цены выросли на 173%; в Майами - на 181% (Case 2008, табл. 2).
- ³³¹ Мы имеем две оценки размеров хедж-фондов. Эндрю Лоу (Andrew Lo 2008) утверждает, что их капитал превышает \$1 триллион. По другим источникам, он составляет \$2,68 триллиона. Обсуждение и ссылки см.: http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund. Разумеется, это приблизительные цифры, поскольку они зависят от того, что, собственно, понимается под названием «хедж-фонд». Важно то, что капиталы хедж-фондов велики, а с их возможностями привлечения кредита для совершения сделок они являются держателями огромного количества активов. Надо заметить, что сама приблизительность формулировок куда точнее описывает истинное положение хедж-фондов, чем самые точные цифры.
- ³³² Возможно, исключение из этого правила - экономические взлеты и падения, сопровождавшиеся войной или заключением мира.
- ³³³ Партия вигов существовала в США в 1832-1856 гг. как оппозиция демократам (прим. ред.).
- ³³⁴ Эндрю Джексон (1767-1845) - первый президент США, избранный от Демократической партии (1829-1837) (прим. ред.).
- ³³⁵ Мартин ван Бюрен (1782-1862) - восьмой президент США (1837-1841) (прим. ред.).
- ³³⁶ Джон Квинси Адаме (1767-1848) - шестой президент США (1825-1829) (прим. ред.).
- ³³⁷ Генри Клей-старший (1777-1852) - лидер партии вигов, государственный секретарь США (1825-1829) (прим. ред.).
- ³³⁸ Этот спор великолепно описан у Хоу (Howe 2007), который явно поддерживает вигов и выступает против сторонников Джексона.

Библиография

Aaron, Henry J., and Robert D. Reischauer. 1999. *Setting National Priorities: The 2000 Election and Beyond*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.

Agell, Jonas, and Per Lundborg. 2003. Survey Evidence on Wage Rigidity and Unemployment: Sweden in the 1990s. *Scandinavian Journal of Economics* 105(1): 15–29.

Akerlof, George A. 1982. Labor Contracts as Partial Gift Exchange. *Quarterly Journal of Economics* 97(4):543-69.

Akerlof, George A., and William T. Dickens. 2007. Unfinished Business in the Macroeconomics of Low Inflation: A Tribute to George and Bill by Bill and George. *Brookings Papers on Macroeconomics* 2:31–48.

Akerlof, George A., and Rachel E. Kranton. 2000. Economics and Identity. *Quarterly Journal of Economics* 115(3):715–53.

Akerlof, George A., and Rachel E. Kranton. 2002. Identity and Schooling: Some Lessons for the Economics of Education. *Journal of Economic Literature* 40(4):1167-201.

Akerlof, George A., and Rachel E. Kranton. 2005. Identity and the Economics of Organizations. *Journal of Economic Perspectives* 19(1):9–32.

Akerlof, George A., and Rachel E. Kranton. 2008. Economics and Identity. Unpublished paper, University of California-Berkeley, and Duke University, июль.

Akerlof, George A., and Paul M. Romer. 1993. Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *Brookings Papers on Economic Activity* 2:1-74. Akerlof, George A., and Janet L. Yellen. 1990. The Fair Wage-Effort Hypothesis and Unemployment. *Quarterly Journal of Economics* 105(2):255-83.

Akerlof, George A., Andrew K. Rose, and Janet L. Yellen. 1988. Job Switching and Job Satisfaction in the U.S. Labor Market. *Brookings Papers on Economic Activity* 2:495-582.

Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry. 1996. The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity* 1:1-59.

Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry. 2000. Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve. *Brookings Papers on Economic Activity* 1:1-44.

Akerlof, Robert J. 2008. A Theory of Social Interactions. Unpublished paper, Department of Economics, Harvard University.

Aldrich Banking System. 1911. *Washington Post*, 18 февраля, стр. 6.

Alesina, Alberto, Rafael di Tella, and Robert McCulloch. 2001. Inequality and Happiness: Are Europeans and Americans Different? *National Bureau of Economic Research Working Paper* 8198, апрель.

- Alexander, Robert. 2003. *A History of Organized Labor in Argentina*. Westport, Conn.: Praeger.
- Allen, Franklin, Stephen Morris, and Hyun Song Shin. 2002. *Beauty Contests, Bubbles, and Iterated Expectations in Asset Markets*. Неопубл., Yale University, апрель.
- Altonji, Joseph G., and Paul J. Devereux. 1999. *The Extent and Consequences of Downward Nominal Wage Rigidity*. National Bureau of Economic Research Working Paper 7236, июль.
- Anderson, Elijah. 1990. *Streetwise: Race, Class, and Change in an Urban Community*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ando, Albert, and Franco Modigliani. 1963. *The Life-Cycle Theory of Saving: Aggregate Implications and Tests*. *American Economic Review* 53(1):55–84.
- Andrews, Edmund L. 2008. *Fed Acts to Rescue Financial Markets*. *New York Times*, 17 марта.
- Angeletos, George-Marios, David I. Laibson, Andrea Repetto, Jeremy Tobacman, and Stephen Weinberg. 2001. *The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation*. *Journal of Economic Perspectives* 15(3):47-68.
- Applaud Idea of Lowering City Salaries. 1932. *Hartford Courant*, 19 февраля, стр. 8.
- Arkes, H., L. Herren, and A. Isen. 1988. *The Role of Potential Loss in the Influence of Affect on Risk-Taking Behavior*. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 66:228-36.
- Attitude of Waiting. 1902. *Washington Post*, December 21, стр. 22. Bailey, Norman J. 1975. *The Mathematical Theory of Infectious Diseases and Its Applications*. London: Griffin.
- Baker, Malcolm, Jeremy C. Stein, and Jeffrey Wurgler. 2002. *When Does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms*. National Bureau of Economic Research Working Paper 8750, январь.
- Baker, Malcolm, Stefan Nagel, and Jeffrey Wurgler. 2006. *The Effects of Dividends on Consumption*. National Bureau of Economic Research Working Paper 12288, июнь.
- Barberis, Nicholas, and Richard Thaler. 2003. *A Survey of Behavioral Finance*. // George Constantinides, Milton Harris, and Ren Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*. New York: Elsevier Science, стр. 1053-1128.
- Barenstein, Matias Felix. 2002. *Credit Cards and Consumption: An Urge to Splurge?* Неопубл., University of California-Berkeley.
- Barrett, Wayne. 2008. *Andrew Cuomo and Fannie and Freddie*. *Village Voice*, 5 августа.
- Barro, Robert J. 1979. *On the Determination of the Public Debt*. *Journal of Political Economy* 87(5):940–971.
- Barsky, Robert B., and Eric R. Sims. 2006. *Information Shocks, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence*. Неопубл., University of Michigan, 30 октября.

- Bauer, Thomas, Holger Bonin, and Uwe Sunde. 2003. Real and Nominal Wage Rigidities and the Rate of Inflation: Evidence from German Microdata. Institute for the Study of Labor Discussion Paper 959.
- Becker, Gary S. 1968. Crime and Punishment: An Economic Approach. *Journal of Political Economy* 76:169-217.
- Benabou, Roland. 2008. Groupthink: Collective Delusions in Organizations and Markets. Unpublished paper, Princeton University.
- Benabou, Roland, and Jean Tirole. 2000. Self-Confidence and Social Interactions. National Bureau of Economic Research Working Paper 7585.
- Benoit, Bernard, Ben Hall, Krishna Guha, Francesco Guerrera, and Henry Sender. 2008. US Prepares \$250bn Banks Push; Global Rebound; S&P 500 Soars 11.6 % as Markets Cheer Europe's \$2,546bn Move. *Financial Times*, 14 октября, стр. 1.
- Berg, Lennart, and Reinhold Bergstrom. 1996. Consumer Confidence and Consumption in Sweden. Неопубл., Department of Economics, Uppsala University.
- Bernanke, Ben S. 2008a. Developments in the Financial Markets. Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate. 3 апреля. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke2+0080403a.htm>.
- Bernanke, Ben S. 2008b. Reducing Systemic Risk. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, Wyoming, August 22. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080822a.htm>.
- Bernanke, Ben S., and Alan Blinder. 1988. Credit, Money, and Aggregate Demand. *American Economic Review* 78(2):435-439.
- Bernanke, Ben S., and Alan Blinder. 1992. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review* 82(4):901–921.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic Mishkin, and Adam Posen. 2001. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Bernanke, Ben S., Jean Boivin, and Piotr Elias. 2005. Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach. *Quarterly Journal of Economics* 120(1):387^22.
- Bernheim, B. Douglas. 1995. Do Households Appreciate Their Financial Vulnerabilities? An Analysis of Actions, Perceptions, and Public Policy. // *Tax Policy for Economic Growth in the 1990s*. Washington, D.C.: American Council for Capital Formation, стр. 1-30.
- Bewley, Truman. 1999. Why Wages Don't Fall during a Recession. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Bewley, Truman. 2002. Knightian Decision Theory. Part I. Decisions in Economics and Finance 25(2):79-110.
- Billett, Matthew T., and Yiming Qian. 2005. Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. Неопубл., University of Iowa.

- Blanchard, Olivier J. 1993. Consumption and the Recession of 1990-1991. *American Economic Review* 83(2):270-74.
- Blanchard, Olivier, and Nobuhiro Kiyotaki. 1987. Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand. *American Economic Review* 77(4): 647-666.
- Blanchard, Olivier, and Lawrence Summers. 1987. Hysteresis in Unemployment. *European Economic Review* 31(1/2):288-295.
- Blanchard, Olivier, Changyong Rhee, and Lawrence H. Summers. 1993. The Stock Market, Profit, and Investment. *Quarterly Journal of Economics* 108(1): 115-136.
- Blau, Peter Michael. 1963. *The Dynamics of Bureaucracy; A Study of Interpersonal Relations in Two Government Agencies*. Chicago: University of Chicago Press.
- Blinder, Alan S., and Don H. Choi. 1990. A Shred of Evidence on Theories of Wage Stickiness. *Quarterly Journal of Economics* 105(4): 1003–1015.
- Blinder, Alan S., Angus Deaton, Robert E. Hall, and R. Glenn Hubbard. 1985. The Time Series Consumption Function Revisited. *Brookings Papers on Economic Activity* 2:465-511.
- Bond, Stephen R., and Jason G. Cummins. 2000. The Stock Market and Investment in the New Economy: Some Tangible Facts and Intangible Fictions. *Brookings Papers on Economic Activity* 1:61-108.
- Borio, Claudio. 2003. Towards a Macroprudential Framework for Financial Regulation. BIS Working Paper 128, Bank for International Settlements, февраль.
- Bowles, Samuel. 1985. The Production Process in a Competitive Economy: Walrasian, Neo-Hobbesian, and Marxian Models. *American Economic Review* 75(1):16-36.
- Bracha, Anat, and Donald Brown. 2007. Affective Decision Making: A Behavioral Theory of Choice. Cowles Foundation Discussion Paper 1633, ноябрь.
- Brainard, William C., and George L. Perry. 2000. Making Policy in a Changing World. // William Brainard and George Perry, eds., *Economic Events, Ideas, and Policies: The 1960s and After*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, стр. 43-82.
- Brainard, William C., and James Tobin. 1968. Pitfalls in Financial Model Building. *American Economic Review* 58(2):99-122.
- Brock, William A., and Steven N. Durlauf. 2003. Multinomial Choice and Social Interactions. Unpublished paper, University of Wisconsin-Madison, 27 января.
- Brown, Lucia. 1952. Individualistic Interiors Mark Dozen Exhibit Homes. *Washington Post*, 7 сентября, стр. НЗ.
- Brown, Roger. 1986. *Social Psychology*, 2nd ed. New York: Free Press.
- Brown, Stephen, William Goetzmann, Bing Liang, and Christopher Schwarz. 2007. *Mandatory Disclosure and Operational Risk: Evidence from Hedge Fund Registration*. Неопубл., New York University.
- Brunnermeier, Markus K. 2009. Deciphering the 2007-8 Liquidity and Credit Crunch. *Journal of Economic Perspectives*, готовится к публикации.

- Brunnermeier, Markus K., and Christian Julliard. 2006. Money Illusion and Housing Frenzies. National Bureau of Economic Research Working Paper 12810, декабрь.
- Buckley, F. H., and Margaret F. Brinig. 1998. The Bankruptcy Puzzle. *Journal of Legal Studies* 27(1): 187–207.
- Burton, Robert. 1632. *The Anatomy of Melancholy*. Oxford: Henry Cripps. Русскоязычное издание: Бертон Р. *Анатомия меланхолии*. М: Прогресс-традиция, 2005
- Caballero, Ricardo, and Arvind Krishnamurthy. 2006. Flight to Quality and Collective Risk Management. Неопубл., Massachusetts Institute of Technology.
- Callisthenes. 1931. The Duty of Confidence. *The Times* (London), 21 января, стр. 12.
- Calomiris, Charles W. 2008. The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, Wyoming, 22 августа.
- Calvo, Guillermo A. 1983. Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework. *Journal of Monetary Economics* 12(3):383–398.
- Campbell, Carl M., III, and Kunal S. Kamani. 1997. The Reasons for Wage Rigidity: Evidence from a Survey of Firms. *Quarterly Journal of Economics* 112(3): 759-789.
- Campbell, John Y. 2006. Household Finance. *Journal of Finance* 61(4): 1553-1604.
- Campbell, John Y., and Angus Deaton. 1989. Is Consumption Too Smooth? *Review of Economic Studies* 56(3):357-373.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1987. Cointegration and Tests of Present Value Models. *Journal of Political Economy* 97(5):1062-1088.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1988. Stock Prices, Earnings and Expected Dividends. *Journal of Finance* 43(3):661–676.
- Cantril, Hadley. 1951. *Public Opinion 1935-46*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Card, David, and Dean Hyslop. 1997. Does Inflation 'Grease the Wheels' of the Labor Market? // Christina D. Romer and David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. NBER Studies in Business Cycles, vol. 30. Chicago: University of Chicago Press, стр. 195-242.
- Carlton, Dennis W. 1986. The Rigidity of Prices. *American Economic Review* 76(4):637-658.
- Carroll, Christopher D. 2001. A Theory of the Consumption Function with and without Liquidity Constraints (Expanded Version). National Bureau of Economic Research Working Paper 8387, июль.
- Carroll, Christopher D., and Lawrence H. Summers. 1991. Consumption Growth Parallels Income Growth: Some New Evidence. // B. Douglas Bernheim and John Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*. Chicago: University of Chicago Press, стр. 305-343.

- Carroll, Christopher D., and David N. Weil. 1994. Saving and Growth: A Reinterpretation. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 40: 133-192.
- Carson, Carol S. 1975. The History of the United States National Income and Product Accounts: The Development of an Analytical Tool. *Review of Income and Wealth* 21 (2): 153-181.
- Case, Karl E. 2008. The Central Role of House Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear? Paper prepared for the Brookings Panel on Economic Activity, Washington, D.C., 11 сентября.
- Case, Karl E., and Robert J. Shiller. 1988. The Behavior of Home Buyers in Boom and Post-Boom Markets. *New England Economic Review*, ноябрь, стр. 29–46
- Case, Karl E., and Robert J. Shiller. 2003. Is There a Bubble in the Housing Market? *Brookings Papers on Economic Activity* 2:299-362.
- Cassino, Vincenzo. 1995. The Distribution of Wage and Price Changes in New Zealand. *Bank of New Zealand Discussion Paper G95/6*.
- Castellanos, Sara G., Rodrigo Garcea-Verde, and David Kaplan. 2004. Nominal Wage Rigidities in Mexico: Evidence from Social Security Records. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 10383, март.
- Central Intelligence Agency. 2008. The World Factbook. <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>.
- Chappie, Simon. 1996. Money Wage Rigidity in New Zealand. *Labour Market Bulletin* 2:23-50.
- Chari, V. V., Patrick J. Kehoe, and Ellen R. McGrattan. 2008. New Keynesian Models: Not Yet Useful for Policy Analysis. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 14313, сентябрь.
- Chen, Keith, and Marc Hauser. 2005. Modeling Reciprocation and Cooperation in Primates: Evidence for a Punishing Strategy. *Journal of Theoretical Biology* 235:5-12.
- Chernow, Ron. 1998. *Titan: The Life of John D. Rockefeller, Sr.* New York: Random House. Русскоязычное издание: Черноу Р. Титан. Жизнь сэра Джона Д. Рокфеллера. М: Крон-Пресс, 1999.
- Christofides, Louis N., and Amy Chen Peng. 2004. The Determinants of Major Provisions in Union Contracts: Duration, Indexation, and Non-Contingent Wage Adjustment. Неопубл., University of Cyprus.
- Clark, John Bates. 1895. The Gold Standard of Currency in the Light of Recent Theory. *Political Science Quarterly* 10(3):383-397.
- Clark, Kenneth. 1965. *Dark Ghetto*. New York: Harper and Row. Coibion, Olivier, and Yuriy Gorodnichenko. 2008. What Can Survey Forecasts Tell Us about Informational Rigidities? Неопубл., University of California-Berkeley.
- Colburn, Forrest D. 1984. Mexico's Financial Crisis. *Latin American Research Review* 19(2): 220-24.

- Cole, Harold L., and Lee E. Ohanian. 2000. Re-examining the Contributions of Money and Banking Shocks to the U.S. Great Depression. *NBER Macroeconomics Annual* 15:183-227.
- Cole, Harold L., and Lee E. Ohanian. 2004. New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis. *Journal of Political Economy* 112(4):779-816.
- Confidence Is Recovery Key, Sloan Asserts. 1938. *Chicago Daily Tribune*, 1 января, стр. 17.
- Contract Bridge Favorite Game among Women. 1941. *Washington Post*, 5 марта, стр. 13.
- Cooper, Russell, and Andrew John. 1988. Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models. *Quarterly Journal of Economics* 88(3):441-463.
- Crystal, Graef S. 1991. // *Search of Excess: The Overcompensation of American Executives*. New York: W. W. Norton.
- Cusumano, Michael A. 1985. *The Japanese Automobile Industry: Technology and Management at Nissan and Toyota*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Davis, E. Philip, and Gabriel Fagan. 1997. Are Financial Spreads Useful Indicators of Future Inflation and Output Growth in EU Countries? *Journal of Applied Econometrics* 12(6):701-714.
- Deaton, Angus. 1992. *Understanding Consumption*. Oxford: Oxford University Press.
- Degler, Carl N. 1967. *Age of Economic Revolution 1876-1900*, 2nd ed. Glenview, Ill: Scott, Foresman.
- De Long, J. Bradford, and Lawrence H. Summers. 1992. Equipment Investment and Economic Growth: How Strong Is the Nexus? *Brookings Papers on Economic Activity* 2:157-199.
- Delpit, Lisa. 1995. *Other People's Children: Cultural Conflict in the Classroom*. New York: New Press.
- De Quervain, Dominique J.-F., Urs Fischbacher, Valerie Treyer, Melanie Schellhammer, Ulrich Schnyder, Alfred Buck, and Ernst Fehr. 2005. The Neural Basis of Altruistic Punishment. *Science* 305:1254-1264.
- Descartes, Rene. 1972 [1664]. *Traite de l'Homme*. Paris: La Gras. English translation: T. S. Hall, *Treatise of Man*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Dickens, William T., and Lawrence F. Katz. 1987. Inter-industry Wage Differences and Industry Characteristics. // Kevin Lang and Jonathan S. Leonard, eds., *Unemployment and the Structure of Labor Markets*. New York: Blackwell, стр. 48-89.
- Di Telia, Rafael, Robert J. McCulloch, and Andrew J. Oswald. 2000. *The Macroeconomics of Happiness*. Unpublished paper, Harvard Business School.
- Dougherty, Peter. 2002. *Who's Afraid of Adam Smith? How the Market Got Its Soui*. Hoboken, N.J.: Wiley.

- Du Bois, W.E.B. 1965. *The Souls of Black Folk*. Greenwich, Conn.: Fawcett.
- Dunlop, John T. *The Task of Contemporary Wage Theory*. // John T. Dunlop, ed., *The Theory of Wage Determination*. New York: St. Martin's Press, стр. 3-27.
- Dwyer, Jacqueline, and Kenneth Leong. 2000. *Nominal Wage Rigidity in Australia*. Reserve Bank of Australia Discussion Paper 2000-08.
- Economic Report of the President. Various issues. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office.
- Edmans, Alex, Diego Garcia, and Eyvind Norli. 2007. *Sports Sentiment and Stock Returns*. *Journal of Finance* 62(4):1967-98.
- Eichengreen, Barry. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry, and Jeffrey Sachs. 1985. *Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s*. *Journal of Economic History* 45:925-946.
- Eichenwald, Kurt. 2005. *A Conspiracy of Fools: A True Story*. New York: Broadway.
- Elastic Currency and Bankers' Bank. 1913. *The Independent*, 25 декабря, стр. 565.
- Embezzlements of Last Year. 1895. *Chicago Daily Tribune*, 1 января, стр. 4.
- Engen, Eric M., William G. Gale, and Cori E. Uccello. 1999. *The Adequacy of Household Saving*. *Brookings Papers on Economic Activity* 2:65-187.
- Englund, Peter. 1999. *The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences*. *Oxford Review of Economic Policy* 15(3):80-97.
- Fair, Ray C. 1994. *Testing Macroeconometric Models*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Fang, Hanming, and Giuseppe Moscarini. 2002. *Overconfidence, Morale, and Wage-Setting Policies*. Paper presented at the National Bureau of Economic Research conference on Macroeconomics and Individual Decision Making, ноябрь.
- Farkas, Steve, and Jean Johnson. 1997. *Miles to Go: A Status Report on Americans' Plans for Retirement*. Washington, D.C.: Public Agenda.
- Farmer, Roger E. 1999. *The Macroeconomics of Self-Fulfilling Prophecies*, 2nd ed. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Faulkner, Harold Underwood. 1959. *Politics, Reform and Expansion, 1890-1900*. New York: Harper and Row.
- Federal Reserve. 2008a. *Factors Affecting Reserve Balances*. Statistical Release H.4.1, 24 июля.
- Federal Reserve. 2008b. *Reserve Requirements*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>.
- Fehr, Ernst, and Simon Gächter. 2000. *Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments*. *American Economic Review* 90(4):980-994.

- Fehr, Ernst, and Lorenz Goette. 2004. Robustness and Real Consequences of Nominal Wage Rigidity. *Journal of Monetary Economics* 52(4):779-804.
- Feinberg, Richard. 1986. Credit Cards as Spending Facilitating Stimuli: A Conditioning Interpretation. *Journal of Consumer Research* 13(3):348–356.
- Ferguson, Ann Arnett. 2000. *Bad Boys: Public Schools in the Making of Black Masculinity*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Ferguson, Ronald F. 1998. Can Schools Narrow the Test Score Gap? In Christopher Jencks and Meredith Phillips, eds., *The Black-White Test Score Gap*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, срр. 318-374.
- Festinger, Leon. 1954. A Theory of Social Comparison Processes. *Human Relations* 7:114–140.
- Finnel, Stephanie. 2006. *Once Upon a Time, We Were Prosperous: The Role of Storytelling in Making Mexicans Believe in Their Country's Capacity for Economic Greatness*. Неопубл., Yale University.
- Fischer, Stanley. 1977. Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy* 85(1):191–205.
- Fisher, Irving. 1928. *The Money Illusion*. New York: Adelphi.
- Fliegel, Seymour. 1993. *Miracle in East Harlem: The Fight for Choice in Public Education*. New York: Random House.
- Formal Addresses of Lehman, Smith, Root and Wadsworth at Repeal Convention. 1933. *New York Times*, 28 июня, стр. 16.
- Fortin, Pierre. 1995. Canadian Wage Settlement Data. Неопубл., Universite de Quebec Montreal, апрель.
- Fortin, Pierre. 1996. The Great Canadian Slump. *Canadian Journal of Economics* 29(4):761-787.
- Fostel, Ana, and John Geanakoplos. 2008. Leverage Cycles and the Anxious Economy. *American Economic Review* 98(4):1211-1244.
- Foster, James E., and Henry Y. Wan Jr. 1984. Involuntary Unemployment as a Principal-Agent Equilibrium. *American Economic Review* 74(2):476-484.
- Frazier, Franklin. 1957. *The Black Bourgeoisie: The Rise of the New Middle Class in the United States*. New York: Free Press.
- Friedman, Benjamin M. 1990. Targets and Instruments for Monetary Policy. // Benjamin Friedman and Frank Hahn, eds., *Handbook of Monetary Economics*. New York: Elsevier Science, срр. 1185-1230.
- Friedman, Milton. 1957. *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Friedman, Milton. 1968. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* 58(1):1-17.

- Friedman, Milton. 1970. A Theoretical Framework for Monetary Analysis. *Journal of Political Economy* 78(2): 193-238.
- Friedman, Milton, and Rose D. Friedman. 1980. *Free to Choose: A Personal Statement*. New York: Harcourt Brace Jovanovich. Русскоязычное издание: Фридман М., Фридман Р. Свобода выбирать. М: Новое издательство, 2007.
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, N.J.: Princeton University Press. Русскоязычное издание: Фридман М., Шварц А. Я. Монетарная история Соединенных Штатов. 1867-1960. Киев: Ваклер, 2007.
- Fukuzawa, Yukichi. 1969. *An Encouragement of Learning, 1876 edition translated by David A. Dilworth and Umeyo Hirano*. Tokyo: Sophia University.
- Galbraith, John K. 1997 [1955]. *The Great Crash: 1929*. New York: Houghton Mifflin. Русскоязычное издание: Элбрейт Дж. К. Великий крах 1929 года. Минск: Попурри, 2009.
- Gale, William G., and Samara R. Potter. 2002. *An Economic Evaluation of the Economic Growth and Tax Reconciliation Act of 2002*. Неопубл., Brookings Institution.
- Gale, William G., J. Mark Iwry, and Peter R. Orszag. 2005. *The Automatic 401(k): A Simple Way to Strengthen Retirement Savings*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Geanakoplos, John. 2003. Liquidity, Default, and Crashes: Endogenous Contracts in General Equilibrium. // Mathias Dewatripont, Lars Peter Hansen, and Steven J. Turnovsky, eds., *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications, Eighth World Conference, vol. 2*. Cambridge: Cambridge University Press, стр. 170-205.
- Geisel, Theodor Seuss (Dr. Seuss). 1984. *The Butter Battle Book*. New York: Random House.
- Gilboa, Itzhak, and David Schmeidler. 1989. Maximin Expected Utility with Non-Unique Priors. *Journal of Mathematical Economics* 18:141-153.
- Glaeser, Edward L. 2002. *The Political Economy of Hatred*. National Bureau of Economic Research Working Paper 9171, сентябрь.
- Glaeser, Edward L. 2005. Should the Government Rebuild New Orleans, or Just Give Residents Checks? *Economists' Voice* 2(4):article 4.
- Goetzmann, William, Jonathan Ingersoll, and Stephen A. Ross. 2003. High Water Marks and Hedge Fund Management Contracts. *Journal of Finance* 58: 1685-1718.
- Goldfeld, Stephen. 1976. The Case of the Missing Money. *Brookings Papers on Economic Activity* 3:683-730.
- Gordon, Robert J. 1977. Can the Inflation of the 1970s Be Explained? *Brookings Papers on Economic Activity* 1:253-179.
- Gosselin, Peter. 2005. *The New Deal: On Their Own in Battered New Orleans*. Los Angeles Times, 4 декабря, стр. А-1.

- Gramlich, Edward M. 2007. *Subprime Mortgages: Americas Latest Boom and Bust*. Washington, D.C.: Urban Institute Press.
- Granger, Clive. 1969. Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica* 37(3):424-438.
- Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin. 2008. Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Meltdown. Paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum Conference, Chicago Graduate School of Business, 29 февраля.
- Groschen, Erica L. 1991. Sources of Intra-Industry Wage Dispersion: How Much Do Employers Matter? *Quarterly Journal of Economics* 106(3):869-884.
- Grossman, Sanford J., and Oliver Hart. 1980. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics* 11(1):41–64.
- Grossman, Sanford J., Angelo Melino, and Robert J. Shiller. 1987. Estimating the Continuous-Time Consumption-Based Asset-Pricing Model. *Journal of Business and Economic Statistics* 5(3):315-327.
- Hall, Robert E. 1978. Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy* 86(6): 971-988.
- Hall, Robert E. 1988. Intertemporal Substitution in Consumption. *Journal of Political Economy* 96(2):339-357.
- Hall, Robert E., and Frederic S. Mishkin. 1982. The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households. *Econometrica* 50(2):461–482.
- Haltiwanger, John, and Michael Waldman. 1989. Limited Rationality and Strategic Complements: The Implications for Macroeconomics. *Quarterly Journal of Economics* 104:463-483.
- Hannerz, Ulf. 1969. *Soulside: Inquiries into Ghetto Culture and Community*. New York: Columbia University Press.
- Harmon, Amy. 2006. DNA Gatherers Hit a Snag: The Tribes Don't Trust Them. *New York Times*, 10 декабря, стр. A1, A38.
- Harvey, Fred. 1929. Stem 12,880,900 Share Run. *Chicago Daily Tribune*, 25 октября, стр. 1.
- Hicks, John R. 1937. Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation. *Econometrica* 5(1): 147–159.
- Higgins, Adrian. 2005. Why the Red Delicious No Longer Is. *Washington Post*, 5 августа, стр. A01.
- Higgs, Robert. 1997. Regime Uncertainty: Why the Great Depression Lasted So Long and Why Prosperity Resumed after the War. *Independent Review* 1(4):561-90.
- Hirt, Edward R., Grant A. Erickson, Chris Kennedy, and Dolf Zillman. 1992. Costs and Benefits of Allegiance: Changes in Fans' Self-Ascribed Competencies after Team Victory versus Defeat. *Journal of Personality and Social Psychology* 63:724-738.

- Holzer, Harry J., Paul Offner, and Elaine Sorensen. 2004. Declining Employment among Young Black Less-Educated Men: The Role of Incarceration and Child Support. Georgetown University, Institute for Research on Poverty, Discussion Paper 1281-1204, май.
- Howe, Donald W. 2007. *What Hath God Wrought: The Transformation of America, 1815-1848*. New York: Oxford University Press.
- Hsieh, Chang-Tai, and Peter J. Klenow. 2003. Relative Prices and Relative Prosperity. National Bureau of Economic Research Working Paper 9701, май.
- Ikegami, Eiko, 2005. *Bonds of Civility: Aesthetic Networks and the Political Origins of Japanese Culture*. Cambridge, Mass.: Cambridge University Press.
- Ир, Грег. 1994. Routine No Longer Governs Crow's Life. *Financial Post* (Toronto), 28 апреля, стр. 15.
- Jacobs, Jane. 1961. *The Death and Life of Great American Cities*. New York: Random House.
- James, Henry. 1983 [1904]. *The Golden Bowl*. Oxford: Oxford University Press.
- Juhn, Chinhui, Kevin M. Murphy, and Brooks Pierce. 1993. Wage Inequality and the Rise in Returns to Skill. *Journal of Political Economy* 101 (3):410–442.
- Jung, Jeeman, and Robert J. Shiller. 2005. Samuelson's Dictum and the Stock Market. *Economic Inquiry* 43(2):221–228.
- Kahn, Richard F. 1931. The Relation of Home Investment to Unemployment. *Economic Journal* 41 (162):173–198.
- Kahn, Shulamit. 1997. Evidence of Nominal Wage Stickiness from Microdata. *American Economic Review* 87(5):993-1008.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 47(2):263-292.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 2000. *Choices, Values and Frames*. Cambridge, Mass.: Cambridge University Press.
- Kahneman, Daniel, Jack Knetsch, and Richard H. Thaler. 1986a. Fairness as a Constraint on Profit-Seeking: Entitlements in the Market. *American Economic Review* 76(4):728–741.
- Kahneman, Daniel, Jack Knetsch, and Richard H. Thaler. 1986b. Fairness and the Assumptions of Economics. *Journal of Business* 59(4, part 2):S285-300.
- Kaiser Argentine Car Plant Hit by Faulty Parts, Strikes, Delays. 1958. *New York Times*, 28 апреля, стр. 33.
- Kashyap, Anil K., Raghuram G. Rajan, and Jeremy C. Stein. 2008. Rethinking Capital Regulation. Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, Wyoming, 22 августа.

- Katona, George. 1960. *The Powerful Consumer: Psychological Studies of the American Economy*. New York: McGraw-Hill.
- Katz, Lawrence F. 1986. Efficiency Wage Theories: A Partial Evaluation. *NBER Macroeconomics Annual* 1:235-76.
- Kelly, Tom, and John Tuccillo. 2004. *How a Second Home Can Be Your Best Investment*. New York: McGraw-Hill.
- Keynes, John Maynard. 1940a. On a Method of Statistical Business Cycle Research: A Comment. *Economic Journal* 50(197):154-156.
- Keynes, John Maynard. 1940b. *How to Pay for the War: A Radical Plan for the Chancellor of the Exchequer*. London: Macmillan.
- Keynes, John Maynard. 1973 [1936]. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Macmillan. Русскоязычное издание: Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег. Избранное. М.: Эксмо. 2009.
- Kimura, Takeshi, and Kazuo Ueda. 2001. Downward Nominal Wage Rigidity in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 15(1):50–67.
- Kindelberger, Charles P. 1978. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic.
- King, Martin Luther, III. 1999. Minority Housing Gap: Fannie Mae, Freddie Mac Fall Short. *Washington Times*, 17 ноября, стр. A17.
- Kirchgaessner, Stephanie. 2008. Bush Says Wall Street 'Got Drunk.' *Financial Times*, 23 июля.
- Klein, Lawrence R. 1977. *Project LINK*. Athens, Greece: Centre of Planning and Economic Research.
- Knight, Frank H. 1921. *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: Houghton Mifflin.
- Knoppik, Christoph, and Thomas Beissinger. 2003. How Rigid Are Nominal Wages? Evidence and Implications for Germany. *Scandinavian Journal of Economics* 105(4):619-641.
- Kornbluth, Jesse. 1992. *Highly Confident: The Crime and Punishment of Michael Milken*. New York: William Morrow.
- Krueger, Alan B., and Lawrence H. Summers, 1988. Efficiency Wages and the Inter-Industry Wage Structure. *Econometrica* 56(2):259-293.
- Krueger, Alan B., and Diane M. Whitmore. 1999. The Effect of Attending a Small Class in the Early Grades on College-Test Taking and Middle School Test Results: Evidence from Project STAR. Неопубл., Industrial Relations Section, Princeton University, сентябрь.
- Kuroda, Sachiko, and Isamu Yamamoto. 2003a. Are Japanese Nominal Wages Downwardly Rigid? I. Examinations of Nominal Wage Change Distributions. *Monetary and Economic Studies* 21(2):1-29.
- Change Distributions. 2003b. Are Japanese Nominal Wages Downwardly Rigid? II. Examinations Using a Friction Model. *Monetary and Economic Studies* 21(2):31–68.

- Change Distributions. 2003c. The Impact of Downward Nominal Wage Rigidity on the Unemployment Rate: Quantitative Evidence from Japan. *Monetary and Economic Studies* 21(4):57–85.
- Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott. 1982. Time to Build and Aggregate Fluctuations. *Econometrica* 50(6): 1345-70.
- Laibson, David I., Andrea Repetto, and Jeremy Tobacman. 2000. A Debt Puzzle. National Bureau of Economic Research Working Paper 7879, сентябрь.
- Lamont, Michele. 2000. *The Dignity of Working Men: Morality and the Boundaries of Race, Class, and Immigration*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Lauck, William Jett. 1897. *The Causes of the Panic of 1893*. New York: Houghton Mifflin.
- Lazear, Edward P., and Robert L. Moore. 1984. Incentives, Productivity, and Labor Contracts. *Quarterly Journal of Economics* 99(2):275-296.
- Lebergott, Stanley. 1957. Annual Estimates of Unemployment in the United States, 1900-1954. // *The Measurement and Behavior of Unemployment*, Conference of the Universities-National Bureau Committee for Economic Research, Princeton. Princeton, N.J.: Princeton University Press (for National Bureau of Economic Research), стр. 213-241.
- Lebow, David E., Raven E. Saks, and Beth Anne Wilson. 1999. Downward Nominal Wage Rigidity: Evidence from the Employment Cost Index. Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 99/31, июль.
- Leeper, Eric, Christopher Sims, and Tao Zha. 1996. What Does Monetary Policy Do? *Brookings Papers on Economic Activity* 2:1-63.
- Lemieux, Thomas. 2006. Increasing Residual Wage Inequality: Composition Effects, Noisy Data, or Rising Demand for Skill? *American Economic Review* 96(3):461–498.
- Lending on Collateral, *New York Times*, 13 июня 1893 г., стр. 4.
- LeRoy, Stephen, and Richard Porter. 1981. Stock Price Volatility: A Test Based on Implied Variance Bounds. *Econometrica* 49:97-113.
- Leven, Maurice, Harold G. Moulton, and Clark Warburton. 1934. *Americas Capacity to Consume*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
- Levine, David I. 1991. Cohesiveness, Productivity, and Wage Dispersion. *Journal of Economic Behavior and Organization* 15(2):237-255.
- Levine, Madeline. 2006. *The Price of Privilege: How Parental Pressure and Material Advantage Are Creating a Generation of Unhappy and Disconnected Kids*. New York: HarperCollins.
- Levitt, Steven D. 1996. The Effect of Prison Population Size on Crime Rates: Evidence from Prison Overcrowding Litigation. *Quarterly Journal of Economics* 111(2):319-351.
- Liebow, Elliot. 1967. *Tally's Corner: A Study of Negro Streetcorner Men*. Boston: Little, Brown.

- Lindbeck, Assar, and Dennis J. Snower. 1988. *The Insider-Outsider Theory of Employment and Unemployment*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Littlefield, Henry. 1964. *The Wizard of Oz: Parable on Populism*. *American Quarterly* 16:47-58.
- Lo, Andrew W. 2008. *Hedge Funds: An Analytical Perspective*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Lohr, Steve. 1992. *Lessons from a Hurricane: It Pays Not to Gouge*. *New York Times*, 22 сентября.
- Lopez Portillo, Jose. 1965. *Quetzalcoatl*. Mexico City: Libreria de Manuel Porrua.
- Loury, Glenn C. 1995. *One by One from the Inside Out*. New York: Free Press.
- Lowenstein, Roger. 2001. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House. Русскоязычное издание: Ловенштейн Р. Когда гений терпит поражение. Взлет и падение компании Long-Term Capital Management, или Как один небольшой банк создал дыру в триллион долларов. М: Олимп-Бизнес, 2010.
- Lucas, Robert E., Jr. 1972. *Expectations and the Neutrality of Money*. *Journal of Economic Theory* 4(2): 103-124.
- Ludvigson, Sydney C. 2004. *Consumer Confidence and Consumer Spending*. *Journal of Economic Perspectives* 18(2):29-50.
- Lusardi, Annamaria, and Olivia S. Mitchell. 2005. *Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Well-being*. *De Nederlandsche Bank Working Paper 78*, декабрь.
- Macaulay, Frederic. 1938. *Some Theoretical Problems Suggested by Movements in Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Madrian, Brigitte C., and Dennis F. Shea. 2001. *The Power of Suggestion: Inertia in 401 (k) Participation and Savings Behavior*. *Quarterly Journal of Economics* 116(4): 1149-1187.
- Mankiw, N. Gregory. 1985. *Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model*. *Quarterly Journal of Economics* 110(2):529-538.
- Mankiw, N. Gregory, and Ricardo Reis. 2002. *Sticky Information versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve*. *Quarterly Journal of Economics* 117(4):1295 – 1328.
- Marsh, Terry A., and Robert C. Merton. 1986. *Dividend Variability and Variance Bound Tests for the Rationality of Stock Prices*. *American Economic Review* 76(3):483-498.
- Mason, Joseph R., and Josh Rosner. 2007. *How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?* Неопубл., Hudson Institute.
- Matsusaka, John G., and Argia M. Sbordone. 1995. *Consumer Confidence and Economic Fluctuations*. *Economic Inquiry* 33(2):296-318.

- McCabe, Kevin A., Mary Rigdon, and Vernon L. Smith. 2003. Positive Reciprocity and Intentions in Trust Games. *Journal of Economic Behavior and Organization* 52(2):267-275.
- McCloskey, Michael, Alfonso Caramazza, and Bert Green. 1980. Curvilinear Motion in the Absence of External Forces: Naive Beliefs about the Motion of Objects. *Science* 210(4474):1139-1141.
- McDonald, Forrest. 1962. *Insull: The Rise and Fall of a Billionaire Utility Tycoon*. Washington, D.C.: Beard.
- McDonald, Ian, and Robert M. Solow. 1981. Wage Bargaining and Employment. *American Economic Review* 71 (4):896-908.
- Meadows, Donella H., Dennis L. Meadows, Jorgen Randers, and William W. Behrens III. 1972. *The Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*. New York: Universe.
- Miners Seem Hopelessly Divided. 1894. *Chicago Daily Tribune*, 10 февраля, стр. 2.
- Minsky, Hyman. 1982. *Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y.: M. E. Sharpe.
- Minsky, Hyman. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Mishkin, Frederic S. 2007. Housing and the Monetary Transmission Mechanism. National Bureau of Economic Research Working Paper 13518, Октябрь.
- Modigliani, Franco. 1970. The Life-Cycle Hypothesis of Saving and Inter-Country Differences in the Saving Ratio. // W. A. Eltis, M. F. G. Scott, and J. N. Wolfe, eds., *Induction, Growth and Trade: Essays in Honor of Sir Roy Harrod*. London: Clarendon Press.
- Modigliani, Franco, and Richard Brumberg. 1954. Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. // Kenneth K. Kurihara, ed., *Post-Keynesian Economics*. New Brunswick, N.J.: Rutgers University Press, стр. 388-436.
- Modigliani, Franco, and Richard A. Cohn. 1979. Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal* 35(2):24-44.
- Moffitt, Donald A. 1963. Industrial Paradox: Latin America Attracts Auto Making Facilities Despite Lag in Sales. *Wall Street Journal*, 6 августа, стр. 1, 16.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1990. The Stock Market and Investment: Is the Market a Sideshow? *Brookings Papers on Economic Activity* 2:157-215.
- Morgenson, Gretchen. 2008. Everyone Out of the Security Pool. *New York Times, Sunday Business*, 16 ноября, стр. BU-1.
- Morris, Stephen A., and Hyun Song Shin. 2004. Liquidity Black Holes. *Review of Finance* 8(1): 1–18.
- Morris, Stephen A., and Hyun Song Shin. 2008. Financial Regulation in a System Context. *Brookings Papers on Economic Activity* 2.
- Mr. Lodge on Finance. 1908. *New York Tribune*, 13 марта, стр. 3.

- Mullainathan, Sendhil, and Andrei Shleifer. 2005. *Persuasion in Finance*. Неопубл., Harvard University.
- Must Cut Prices if They Would Work. 1894. *Chicago Daily Tribune*, 11 января, стр. 7.
- Nickell, Stephen, and Glenda Quintini. 2001. *Nominal Wage Rigidity and the Rate of Inflation*. London School of Economics Discussion Paper CEP DP 489.
- Not a Boom but Growth. 1887. *New York Times*, 29 мая, стр. 9.
- Notes Real Signs of Business Uplift. 1932. *New York Times*, 23 сентября, стр. 2.
- Noyes, Alexander Dana. 1909. *Forty Years of American Finance*. New York: G. P. Putnam.
- O'Brien, Anthony Patrick. 1989. A Behavioral Explanation for Nominal Wage Rigidity during the Great Depression. *Quarterly Journal of Economics* 104(4):719-735.
- Out of the Trough of Depression: Lord Meston on New Trade Orientation. 1937. *The Times (London)*, 21 апреля, стр. 18.
- Palley, Thomas I. 1994. Escalators and Elevators: A Phillips Curve for Keynesians. *Scandinavian Journal of Economics* 96:111-116.
- Peebles, Gavin. 2002. Saving and Investment in Singapore: Implications for the Economy in the Early 20th Century. // Koh Ai Tee, Lim Kim Lian, Hui Weng Tat, Bhanoji Rao, and Chng Meng Kng, eds., *Singapore Economy in the 21st Century: Issues and Strategies*. Singapore: McGraw-Hill, стр. 373-400.
- Phelps, Edmund S. 1968. Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium. *Journal of Political Economy* 76(4):678-711.
- Phelps, Edmund S., and John Taylor. 1977. Stabilizing Powers of Monetary Policy under Rational Expectations. *Journal of Political Economy* 85(1):163-190.
- Phillips, A. W. 1958. The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, n.s., 25(100):283-299.
- Polti, Georges. 1981 [1916]. *The Thirty-Six Dramatic Situations*. Boston: The Writer. Впервые опубли. как *Les trente-six situations dramatiques*.
- Pratt, John W., David A. Wise, and Richard Zeckhauser. 1979. Price Differences in Almost Competitive Markets. *Quarterly Journal of Economics* 93(2): 189-211.
- Prelec, Drazen, and Duncan Simester. 2001. Always Leave Home without It: A Further Investigation of the Credit-Card Effect on Willingness to Pay. *Marketing Letters* 12(1):5-12.
- President Wilson Looks to Business Prosperity as He Signs Currency Measure. 1913. *Christian Science Monitor*, 24 декабря.

- Rainwater, Lee. 1970. *Behind Ghetto Walls: Black Families in a Federal Slum*. Chicago: Aldine.
- Rees, Albert. 1973 [1962]. *The Economics of Trade Unions*. Chicago: University of Chicago Press.
- Rees, Albert. 1993. The Role of Fairness in Wage Determination. *Journal of Labor Economics* 11(1):243-252.
- Reynolds Sees New Hope with Currency Law Changes. 1913. *Chicago Daily Tribune*, 20 декабря, стр. 13.
- Romer, Christina. 1986. Spurious Volatility in Historical Unemployment Data. *Journal of Political Economy* 94(1): 1-37.
- Romer, Christina. 1992. What Ended the Great Depression? *Journal of Economic History* 52(4):757-784.
- Romer, David. 2006. *Advanced Macroeconomics*, 3rd ed. New York: McGraw- Hill/Irwin.
- Sah, Raaj K. 1991. Social Osmosis and Patterns of Crime. *Journal of Political Economy* 88(6):1272-1295.
- Samuelson, Paul A. 1997 [1948]. *Economics: An Introductory Analysis*, 1st ed. New York: McGraw-Hill.
- Sands, David R. 1991. GAO Chief Says Banks Must Win Confidence. *Washington Times*, 8 марта.
- Santayana, George. 1955 [1923]. *Skepticism and Animal Faith*. New York: Dover. Русскоязычное издание: Сантаяна Дж. Скептицизм и животная вера. СПб.: Владимир Даль, 2001.
- Sargent, Thomas J. 1971. A Note on the 'Accelerationist' Controversy. *Journal of Money Credit and Banking* 3(3):721-725.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace. 1975. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy* 83(2): 241-254.
- Schank, Roger C., and Robert P. Abelson. 1977. *Scripts, Plans, Goals and Understanding*. New York: Wiley.
- Schank, Roger C., and Robert P. Abelson. 1995. Knowledge and Memory: The Real Story. // Robert S. Wyer Jr., ed., *Knowledge and Memory: The Real Story*. Hillsdale, N.J.: Erlbaum, срп. 1-85.
- Schultze, Charles L. 1959. Recent Inflation in the United States. Study Paper 1, Joint Economic Committee, 86th Cong., 1st sess., сентябрь.
- Schumpeter, Joseph A. 1939. *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill.
- Shafir, Eldar, Peter Diamond, and Amos Tversky. 1997. Money Illusion. *Quarterly Journal of Economics* 112(2):341-374.

- Shapiro, Carl, and Joseph E. Stiglitz. 1984. Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device. *American Economic Review* 74(3):433-444.
- Shea, John. 1995a. Union Contracts and the Life-Cycle/Permanent-Income Hypothesis. *American Economic Review* 85(1): 186–200.
- Shea, John. 1995b. Myopia, Liquidity Constraints, and Aggregate Consumption: A Simple Test. *Journal of Money, Credit and Banking* 27(3):798-805.
- Shefrin, Hersh, and Richard H. Thaler. 1988. The Behavioral Life-Cycle Hypothesis. *Economic Inquiry* 24:609-643.
- Shiller, Robert J. 1981. Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review* 7(3):421 –436.
- Shiller, Robert J. 1982. Consumption, Asset Markets and Macroeconomic Fluctuations. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 17:203-238.
- Shiller, Robert J. 1984. Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity* 2:457–498.
- Shiller, Robert J. 1986. The Marsh-Merton Model of Managers' Smoothing of Dividends. *American Economic Review* 76(3):499-503.
- Shiller, Robert J. 1989. *Market Volatility*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Shiller, Robert J. 1997a. Why Do People Dislike Inflation? In Christina D. Romer and David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. NBER Studies in Business Cycles, vol. 30. Chicago: University of Chicago Press, сpp. 13-65.
- Shiller, Robert J. 1997b. Public Resistance to Indexation: A Puzzle. *Brookings Papers on Economic Activity* 1:159-211.
- Shiller, Robert J. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Shiller, Robert J. 2002. Bubbles, Human Judgment and Expert Opinion. *Financial Analysts Journal* 58(3): 18-26.
- Shiller, Robert J. 2005. *Irrational Exuberance*, 2nd ed. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Shiller, Robert J. 2008a. *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Princeton, N.J. 2008b. Данные в Интернете: Stock Market Data, <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>
- Shipler, David. 1997. *A Country of Strangers: Blacks and Whites in America*. New York: Knopf
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1992. Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *Journal of Finance* 47(4): 1343-1366.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. The Limits of Arbitrage. *Journal of Finance* 52(1):33–55.
- Sims, Christopher A. 1972. Money, Income and Causality. *American Economic Review* 62:540-552

- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 2001. Pitfalls of a Minimax Approach to Model Uncertainty. *American Economic Review* 91(2):51-54.
- Smith, Adam. 1776. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: Ward, Lock, Bowden & Co. Русскоязычное издание: Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Эксмо, 2007.
- Smith, Edgar Lawrence. 1925. *Common Stocks as Long-Term Investments*. New York: Macmillan.
- Solow, Robert. 1979. Another Possible Source of Wage Rigidity. *Journal of Macroeconomics* 1(1):79–82.
- Sorkin, Andrew Ross. 2008. JP Morgan Pays \$2 a Share for Bear Stearns. *New York Times*, 17 марта.
- Soros, George. 2008. *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*. New York: Public Affairs.
- Souleles, Nicholas S. 2001. Consumer Sentiment: Its Rationality and Usefulness in Forecasting Expenditure—Evidence from the Michigan Micro Data. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 8410, август.
- Souleles, Nicholas S. 2004. Expectations, Heterogeneous Forecast Errors, and Consumption: Micro Evidence from the Michigan Consumer Sentiment Surveys. *Journal of Money Credit and Banking* 36(1):39-72.
- Staiger, Douglas, James H. Stock, and Mark W. Watson. 1997. How Precise Are Estimates of the Natural Rate of Unemployment? In Christina D. Romer and David H. Romer, eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*. NBER Studies in Business Cycles, vol. 30. Chicago: University of Chicago Press, стр. 195-242.
- Steeple, Douglas, and David O. Whitten. 1998. *Democracy in Desperation: The Depression of 1893*. Contributions in Economic History, no. 199. Westport, Conn.: Greenwood Press.
- Sternberg, Robert J. 1998. *Love Is a Story: A New Theory of Relationships*. New York: Oxford University Press.
- Stoft, Steven. 1982. *Cheat-Threat Theory: An Explanation of Involuntary Unemployment*. Неопубл., Boston University, май.
- Taleb, Nassim Nicholas. 2001. *Foiled by Randomness: The Hidden Role of Chance in the Markets and in Life*. New York: Texere. Русскоязычное издание: Талеб Н. Н. Одураченные случайностью. Скрытая роль Шанса на Рынках и в Жизни. М.: Омега-Л, 2009.
- Taylor, John. 1979. Staggered Wage Setting in a Macro Model. *American Economic Review* 69(2):108-113.
- Taylor, John. 1980. Aggregate Dynamics and Staggered Contracts. *Journal of Political Economy* 88(1): 1-23.
- Thaler, Richard H. 1994. *Quasi-Rational Economics*. New York: Russell Sage Foundation.

- Thaler, Richard H., and Shlomo Benartzi. 2004. Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy* 112(1, pt. 2):S164–187.
- Thernstrom, Stephan, and Abigail M. Thernstrom. 1997. *America in Black and White: One Nation, Indivisible*. New York: Simon and Schuster.
- Thomas, Landon, Jr., and Eric Dash. 2008. Seeking Fast Deal, JPMorgan Quintuples Bear Stearns Bid. *New York Times*, 25 марта.
- Tobias, Ronald B. 1993. 20 Master Plots and How to Build Them. Cincinnati: Writers' Digest.
- Tobin, James. 1972a. Friedman's Theoretical Framework. *Journal of Political Economy* 80(5):852–863.
- Tobin, James. 1972b. Inflation and Unemployment. *American Economic Review* 62(1): 1-18.
- Turner, Frederic Jackson. 1894. *The Significance of the Frontier in American History*. Madison: State Historical Society of Wisconsin.
- Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. 1974. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science* 185(4157):1124-1131.
- A Twenty-Five Million Pool. 1907. *Wall Street Journal*, 29 марта, стр. 6.
- Uchitelle, Louis. 2006. *The Disposable American: Layoffs and Their Consequences*. New York: Knopf.
- Unable to Weather the Gale. 1893. *New York Times*, 1 июля, стр. 9.
- U.S. Bureau of Labor Statistics. 1951. *Union Wages and Hours: Motortruck Drivers and Helpers*. Bulletin 1052, 1 июля. Washington, D.C.
- U.S. Bureau of Labor Statistics. 2008. *Consumer Price Index: All Urban Consumers. Not Seasonally Adjusted*. CUUR0000SA0. <http://www.bls.gov/ro1/fax/9150.pdf>.
- U.S. Census. 2008. *The 2008 Statistical Abstract*, <http://www.census.gov/compendia/statab/index.html>.
- U.S. Department of Justice. 1996. *Correctional populations in the US 1996*. <http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/pub/pdf/cpius965.pdf.html>. U.S. Department of Justice. 2008. *Prison and Jail Inmates at Midyear 2006*. <http://www.ojp.usdoj.gov/bjs/pub/pdf/pjim06.pdf>.
- U.S. Department of the Treasury. 2008. *Statement by Secretary Henry M. Paulson on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers*. 7 сентября, <http://www.treasury.gov/press/releases/hp1129.htm>.
- U.S. Office of Personnel Management. 2004. *Demographic Profile of the Federal Workforce*. <https://www2.opm.gov/feddata/demograp/demograp.asp#RNO> Data.
- Utaka, Atsuo. 2003. Confidence and the Real Economy: The Japanese Case. *Applied Economics* 35(3):337-342.

- Venti, Steven F., and David A. Wise. 2000. Choice, Chance, and Wealth Dispersion at Retirement. National Bureau of Economic Research Working Paper 7521, февраль.
- Want Old Rate Restored. 1894. Boston Daily, 10 февраля, стр. 10.
- Warsh, David. 2006. Knowledge and the Wealth of Nations: A Story of Economic Discovery. New York: W. W. Norton.
- Weinstein, Neil, and William M. Klein. 1996. Unrealistic Optimism: Present and Future. *Journal of Social and Clinical Psychology* 15:1-8.
- Welch, Jack, with John A. Byrne. 2001. Jack: Straight from the Gut. New York: Warner. Русскоязычное издание: Уэлч Дж., Бирн Дж. Джек. Мои годы в GE. М.: Манн, Иванов, Фарбер, 2006.
- Wentura, Dirk. 2005. The Unknown Self: The Social Cognition Perspective. // Werner Greve, Klaus Rothermund, and Dirk Wentura, eds., *The Adaptive Self: Personal Continuity and Intentional Self-Development*. Cambridge, Mass.: Hogrefe and Huber, стр. 203-222.
- Wilson, William J. 1987. *The Truly Disadvantaged*. Chicago: University of Chicago Press.
- Wilson, William J. 1996. *When Work Disappears: The World of the New Urban Poor*. New York: Knopf.
- Wilson Insistent. 1913. *Washington Post*, 15 июня, стр. 4.
- Wolk, Carel, and Loren A. Nikolai. 1997. Personality Types of Accounting Students and Faculty: Comparisons and Implications. *Journal of Accounting Education* 15(1):1-17.
- Woodford, Michael. 2001. Imperfect Common Knowledge and the Effects of Monetary Policy. National Bureau of Economic Research Working Paper 8673, декабрь.
- Yellen, Janet L. 1984. Efficiency Wage Models of Unemployment. *American Economic Review Papers and Proceedings* 74(2):200–205.
- Young, Roy A. 1928. The Banker's Responsibilities. *Bankers' Magazine* 117(6): 973-976.
- Youngman, Anna P. 1938. Abrupt Industrial Slump Puzzles Business Experts. *Washington Post*, 3 января, стр. X22.
- Zandi, Mark. 2008. *Financial Shock: A 360o Look at the Subprime Mortgage Implosion and How to Avoid the Next Financial Crisis*. Upper Saddle River, N.J.: Pearson Education.
- Zeldes, Stephen P. 1989. Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation. *Journal of Political Economy* 97(2):305-346.

Предметный указатель

А

- Аборигены, 70
- Австралия, 94, 140
- Азия, финансовый кризис, 112
- Активы, цены на, 34, 104-106, 167, 168, 178
- Американская ассоциация банкиров, 91
- Американская экономическая ассоциация, 66, 69
- Американская Федерация труда, 96
- Аргентина, 16, 169, 170, 172, 173
- Аренда жилья, 169, 186, 188
- Ассоциация американских производителей игральнх карт, 63
- Аукционы, 55, 119, 120, 160
- Афроамериканцы, 190-199

Б

- Банк Канады, 145, 146
- Банки
 - и Великая депрессия 94, 97, 100;
 - и дефицит кредита 114, 116, 117, 119, 121-123
 - и прямое вливание капитала 124
 - и цикл левериджа 168
- Банковские «набеги», 86, 88, 100, 107, 109
- Банковские холдинговые компании, 109, 116, 119, 210
- Бартлесс, Гэри, 155
- Баум, Фрэнк, 90
- Безработица
 - в Великую депрессию 24, 25, 94
 - в депрессию 1890-х 86
 - вынужденная 17, 47, 127, 129, 130
 - и инфляция 66-69, 78, 138-146
 - и классическая экономика 18
 - и теория стимулирующей зарплаты 129
 - и увольнения по собственному желанию 133, 134, 137, 227
 - среди меньшинств 191, 197
- Бенарци, Шломо, 152, 157
- Беркли, штат Калифорния, 21, 105, 198
- Бернанке, Бен, 20, 110, 111
- Бланшар, Оливье, 40, 214-216, 227, 234
- Блау, Питер, 46
- Блайндер, Алан, 118, 227
- Бостон, штат Массачусетс, 59, 64, 130, 131, 142, 145
- Брейнард, Уильям, 178,
- Бразилия, 206
- Брайан, Уильям Дженнингс, 88
- Бросовые («мусорные») облигации, 54, 55
- Бухгалтерия, бухгалтерский учет, 32-33;
 - и «дело» Enron, 37-39;
 - и «денежная иллюзия», 52-53;
 - и кризис США, 33-35
- Буридан, Жан, 184
- Бурунди, 156, 231
- Бухгалтерия
 - и Enron 56-58
 - и денежная иллюзия 70, 73, 74
 - и кризис США 53
- Бухгалтерские отчеты в текущих ценах, 56, 57
- Буш, Джордж старший, 205

- Буш Джордж младший, 18, 155, 156, 199, 203
- Бьюли, Трумен, 141, 142, 227, 234
- Бэби-бум, 185
- Бюджетный дефицит/дефицит бюджета, 16, 125
- Бюрен, Мартин Ван, 206, 239
- в**
- Валовой внутренний продукт (ВВП)
и доверие 39, 189
и корпоративные инвестиции 163
Китая 157
и недвижимость 203
Мексика 78
и крах США 114
Японии 118, 215
- Валютный кризис в России, 10, 112
- Варранты, 54
- Вашингтон, округ Колумбия, 59, 66, 112, 194
- Великая депрессия
и доверие 33, 94, 97-99
и перегретая экономика 90-93
и уровень безработицы 24, 25, 94
причины 94, 97
сравнение с «Великим канадским экономическим спадом» 145, 146
- Великий канадский экономический спад, 145
- Великобритания, 24, 94, 98, 140, 206, 210, 220
- «Великое тюльпановое безумие», 35
- Венесуэла, 78
- Вильсон, Вудро, 91
- Влияние богатства
на потребление, 167
- Внебрачные дети, 191
- Война в Персидском заливе, 53
- Вторая мировая война,
- Выкупы, 55, 87, 121, 122
- Высокорисковая (субстандартная) ипотека, 10, 59-61, 100, 182, 218, 236
- Г**
- Гарвардский университет, 130, 131, 148, 152, 226
- Гейтс, Уильям Генри, 195
- Гейзель, Теодор Сюсс (Доктор Сюсс), 192
- Генографический проект, 76
- Германия, 94, 140, 220
- Гибкая валюта, 108
- Гилберт, Милтон, 38
- Гласс, Картер, 108
- Глобальный энергетический план, 78
- Горбачев, Михаил, 48
- Государство
роль 18, 20, 54, 206-208, 210, 211
- Грошен, Эрика, 132
- Гувер, Герберт, 16, 96, 125
- Гулсби, Остан, 156
- Гэхтер, Симон, 44, 45
- Д**
- Дабхол, Индия, 57
- Данлоп, Джон, 130-132, 226
- «Двойная цель», 125, 126
- Дебаты о биметаллизме, 89, 222
- Девальвация валюты, 87, 94, 95
- Деглер, Карл, 90
- Денежная иллюзия
и бухгалтерский учет 70, 73, 74
и депрессия 1890-х 85, 86, 88
и инфляция 67-74, 138-140, 142-145
и облигационные контракты 72, 73
и рынок недвижимости 182, 185, 189
и соотношение инфляция/безработица 66-69, 138-140, 143-145

- и трудовые соглашения 67, 71, 72,
74, 140, 144
и фондовый рынок 179
история вопроса 64–66
- День Мартина Лютера Кинга, 196
День рождения, эксперимент, 192
- Депрессии; 1890-х.; 1930-х
(см. Великая депрессия), 85-91,
94,95
- Дефляция, 28, 67, 68, 95, 96, 100, 139,
205, 223, 236
- Джейкобе, Джейн, 48
- Джеймс, Генри, 15
- «Джек. Мои годы в СБЕ» (Уэлч),
176-178
- Джексон, Эндрю, 206, 210, 239
- Джонсон, Линдон, 131
- Дзэндзи, 172
- ДиУ, Энди, 21, 158, 231
- Диккенс, Уильям, 21, 132, 227
- Дисконтное окно, 102, 108, 109, 111,
119, 122, 123, 225
- Доверие
и Toyota 169
и Великая депрессия 94, 97, 99
и депрессия 1890-х 85, 86
и дефицит кредита 40, 116
и злоупотребления 55, 62, 92
и истории 76, 77, 79, 80
и меньшинства 199
и паника 1907 г. 91,92
и перегретая экономика
и рынок недвижимости 182, 187-189
и финансовый кризис 2007-2008 гг.
40
и центробанки 101
как инструмент прогноза 34, 36, 39
мультипликатор доверия 36–40
определение 34
способы измерения 39
- «Доткомы», 58, 203
- Дюбуа, Уильям Генри Гейтс, 195,
Дюпон, Ламон, 99
- Е
- Европа, 69, 94, 107, 108, 124, 162, 170,
171,206, 227
- Ж
- Железнодорожная забастовка 1910г.
в Аргентине, 172
- «Желтые страницы», 48
- «Жесткие» зарплата, 72, 140, 141
- З
- Забастовки, 90, 171, 172, 233
- Зависимость от социальных пособий,
191, 194
- Закладные/ипотека
и злоупотребления 53, 59
- Закон Вагнера, 96
- Закон Гарна - Сен-Жермена
о депозитарных учреждениях
1982 г., 53
- Закон об инвестиционных компаниях
1940 г., 62
- Закон об экономическом росте
и снижении налогов 2001 г., 238
- Закон о восстановлении национальной
промышленности, 96, 222
- Закон о закупках серебра 1890 г., 86
- Закон о занятости, 1946, 16, 224
- Закон о контроле над трестами
1939 г., 62
- Закон о производстве автомобилей
1936 г. (Япония), 171
- Закон о регулировании трудовых
отношений 1935 г., 96
- Закон о создании рабочих мест,
экономическом развитии и установ-
лении налоговых льгот 2003 г., 238
- Закон о ценных бумагах 1933 г., 62
- Закон о ценных бумагах и биржах
1934 г., 62

Зарплаты

- в Великую депрессию 95, 97
- и денежная иллюзия 64-69, 71-73, 86, 96, 139-145
- и депрессия 1890-х 86, 95
- сокращения 72, 86, 95-97, 100, 140-143
- и соотношение «инфляция/безработица» 66-69
- и справедливость 41, 42, 86, 95, 96, 100, 128, 136, 137, 140-145, 201, 208
- и увольнения по собственному желанию 133, 134, 137
- как сигнал 142, 143
- номинальные 64-68, 71-73, 95-97, 100
- реальные 67, 95, 96, 133
- теория стимулирующей зарплаты 128-130, 134, 193

Затраты и вознаграждение, 45, 46

Земли сельскохозяйственного назначения, сельскохозяйственные угодья, 88, 182, 186, 204

Злоупотребления

- и депрессия 1890-х 85, 89
- и рецессии 52-60
- и рынок недвижимости 55, 59
- Золотой стандарт, 88, 90, 94, 95

И

Икегами, Эико, 171

Инвестиционные банки, 27, 110, 116, 119, 210

Индекс Доу-Джонса, среднее значение, 15,27

Индекс оптовых цен Уоррена-Пирсона, 86

Индекс потребительских цен, 65, 92, 95, 223, 232, 236

Индексация в соответствии

с прожиточным минимумом, 70, 71

Индия, 12, 13, 16, 24, 57, 205, 206, 210

Индонезия, 16

Инсалл, Сэмюэль, 93

Институт Брукингса, 155, 156

Интернет, 79, 80, 258

Инфляция

- и денежная иллюзия 67-74, 138-140, 142-145
- и депрессия 1890-х 88, 89
- и облигационные контракты 72
- и перегретая экономика 92

Инфляционные ожидания, 67-69, 71-73, 139, 144,219, 228, 229

Инфраструктура, ответственность государства, 175, 207

Ирано-Иракская война, 174

Иррациональное начало

- и обратная связь 169-173
- и макроэкономика 19, 27, 74, 202, 203
- и цены на нефть12, 173-175
- определение 26

Испаноязычные жители США, 236

Истории

- важность для национальной экономики 78, 79
- и q Тобина 178, 179
- и Вторая мировая война 99
- и доверие 77-78
- и меньшинства 190-193, 195, 197, 198
- и перегретая экономика 91
- и рынок недвижимости 91, 182-184
- и сбережения 149, 150, 161
- и цены на фондовых рынках 80, 93
- о «новой эре» 79
- политико-экономические истории 77,78
- про центробанки 102–105
- эпидемии историй 80

Й

Йеллен, Джанет, 21, 226

Йельский университет, 141

К

Казначейские билеты, 87
 Кайзер, Генри, 170
 Калифорния, 114, 198
 Каллисфен, 98
 Каломирис, Чарльз, 60, 61
 Кампече, Мексика, 77
 Канада, 69, 140, 145, 146, 210, 220
 Кан, Ричард, 36
 Канеман, Дэниел, 43, 44
 Кац, Лоуренс, 132
 Кейнс, Джон Мейнард
 об эконометрических моделях 38
 о денежной иллюзии 65
 о сбережениях 153, 154
 Кейс, Карл, 21, 58, 235
 Келли, Том, 182, 183
 Кеннеди, Джон, 139
 Керри, Джон, 156
 Ким Ир Сен, 48
 Кинг, Мартин Лютер младший, 190, 196
 Кинг, Мартин Лютер III, 188
 Китай, 12, 13, 16, 24, 150, 157-160, 162, 206, 210
 Классическая экономическая теория, 17-19, 207
 Клей, Генри, 206
 Клейн, Лоуренс, 38
 Клинтон, Уильям, 205
 Кнетш, Джек, 43, 44
 Колумбийский университет, 89
 Комиссия по ценным бумагам и биржам, 56, 181, 217, 218
 Комитет по стабильности цен и зарплат, 41
 Комитет ФРС по операциям на открытом рынке, 108
 Коммерческие бумаги в обращении, 115
 Коммунизм, 95, 97, 172

Компании с ограниченной ответственностью, 150
 «Компания Южных морей», финансовая пирамида, 35
 Кон, Ричард, 73
 Конгресс США, 15, 90, 117, 126, 152, 190, 224, 238
 Конкурс красоты, метафора, 165
 Контрактный бридж, 63
 Коренные американцы, 191, 197
 Корпоративные инвестиции, 163
 Коэффициент заразности, 80, 107
 Крах фондового рынка 1902 г., 33
 Крах фондового рынка 1929 г., 37, 92-94, 212
 Крах фондового рынка 2000 г., 203
 Кредитные карты, 105, 120, 151, 159-161, 232
 Кредитный дефицит и доверие 116 и мультипликаторы 118 и кредитный план 117, 118 преимущества и недостатки решений 123-125 три причины дефицита 116, 117
 Кредитные дефолтные свопы, 119
 Кредитные линии, 110, 117
 Кризис США (ссудно-сберегательных ассоциаций), 53-55, 59
 Кристал, Греф, 54
 Круги потребительских расходов, 37, 39
 Крэнтон, Рэчел, 21, 47, 236, 237
 Крюгер, Алан, 132, 133
 «Кубышка», эксперимент, 45
 Кувейт, 40
 Куомо, Эндрю, 188

Л

Лазир, Эдвард, 135
 Лайбоу, Элиот, 194

- Ламон, Мишель, 192
Лас-Вегас, штат Невада, 59
Лаук, Уильям Джетт, 88
Лаури, Гленн, 195, 237
Леберготт, Стенли, 86
Леверидж
 и недвижимость 168
 и потери капитала 116
 и хедж-фонды 116
 обратная связь 168
 цикл 168
Ликвидность, проблемы, 109, 110, 112
Линкольн, Абрахам, 210
Личные пенсионные счета, 158, 180
Лодж, Генри Кэбот, 108
Лондонская школа экономики, 66
Лопаты для снега, пример, 43
Лопес Портильо, Хосе, 77, 78
Лос-Анджелес, штат Калифорния, 59,
 204, 239
Лусарди, Аннамария, 153
Лэй Фэн, 158, 159
Люксембург, 231
Лютуань, Китай, 158, 159
- М**
- Майами, штат Флорида, 59, 204, 239
Мак-Клоски, Майкл, 184
Маклауд Джеймс, 171
Мак-Кинли, Уильям, 88
Макроэкономика
 в классической экономической
 науке 19, 25
 и денежная иллюзия 65, 66, 68-70
 и дефицит кредита 117
 и доверие 35, 36, 80
 и меньшинства 191
 и полная занятость 16, 25, 40, 117,
 119, 125
 и соотношение инфляция/
 безработица 66-69, 138, 141
Малайзия, 157
Мао Цзэдун, 158
Марк, Ребекка, 56
Массачусетский технологический
 институт, 144, 174
Махараштра, Индия, 57
Международный валютный фонд, 146
Мексика, 77-79, 140, 220
Меньшинства 190-200
Мертон, Роберт, 111, 232
Мерфи, Кевин, 132
Местон, Лорд, 98
Милкен, Майкл, 54
Минсер, Джейкоб, 41
Мичиганский индекс потребительских
 настроений, 39, 40, 214, 215
Министерство финансов, 69, 120, 121
Мински, Хайман, 19, 212, 223
Митчелл, Оливия, 153
Модели динамического
 стохастического общего
 равновесия, 214
Модель IS-LM (инвестиции -
 сбережения, предпочтение
 ликвидности - деньги), 213
Модильяни, Франко, 69, 73, 230
Морган, Джон Пирпонт, 33
Моргенсон, Гретхен, 124
Мультипликатор доверия, 33, 36, 38,
 40, 62, 166, 187
Мультипликатор Кейнса, 36, 37
- Н**
- Найт, Фрэнк, 177
Наркотическая и алкогольная
 зависимость, 191, 195, 199
Народный банк Китая, 158
Национальная ассоциация
 риелторов, 183

- Национальное географическое общество США, 76
- Национальная комиссия по вопросам мониторинговой политики, 108
- «Невидимая рука», 17, 210
- Неразумное излишество, 203
- Неоклассическая экономика, 19, 41, 42
- Неопределенность, 26, 152, 177, 234
- Нефтяные кризисы, 77, 173, 174, 179
- Нефтяные резервы Мексики, 77
- Неэластичность цен, 72
- Никсон, Ричард, 42
- Новая Зеландия, 140, 220
- «Новая финансовая волна», 115
- Номинальная зарплата, 67, 68, 71-73
- Нойес, Альфред, 87, 93
- Нью-Йорк, 13, 33, 107, 108, 112, 185, 218, 237
- Ньютон, Исаак, 35, 215
- о**
- Обама, Барак, 156, 226
- О'Брайан, Энтони, 95
- Обратная связь
и иррациональное начало 69-173
и левэридж 168
и рынок недвижимости 167, 168, 187-189
«цены-доход-цены» 168
«ценовая» 166-167
- Общий социологический обзор, 136
- Олдрич, Нельсон, 107, 108
- Операции на открытом рынке, 102-108
- Опрос о качестве здравоохранения и пенсионного обеспечения в США, 153
- Организация стран-экспортеров нефти (ОПЕК), 173-175
- п**
- Пакт Сан-Хосе, 78
- Паника 1873 г., 87, 221
- Паника 1884 г., 87
- Паника 1893 г., 86-88
- Паника 1907 г., 107, 108
- Папа Иоанн Павел, 78
- Пенсионный план 401 (к), 152, 158, 180
- Пенсионный план 403(б), 158
- Перегретая экономика, 90-92, 222
- Перон, Хуан, 172
- Перри, Джордж, 21, 141, 227
- Пирс, Брукс, 132
- План сбережений работников, 152
- Планирование пенсий/пенсионное планирование, 153
- Поведенческая экономика, 8, 20, 21, 152, 177, 230
- «Позитивная дискриминация», 190, 197, 198, 234, 236, 237
- Покер, 63, 178
- Политико-экономические истории, 77
- Пол Пот, 48
- Полная занятость, 16, 17, 24-27, 40, 65, 66, 117-119, 125, 126, 146, 202
- Полосатое тело, 45
- Полсон, Генри, 15, 126
- Полти, Жорж, 76
- Потребление
сообщающихся 38
- Предельная склонность к потреблению, 37
- Предложения о недружественном слиянии, 54
- Предприятия, финансируемые государством, 122, 123
- Прелек, Дразен, 160
- Преступность, 191, 192, 199
- Принстонский университет, 41
- «Проблема 2000 года», 203
- Программа по освобождению от проблемных активов, 120
- Программа стимулирования

- кредитования под залог ценных бумаг, 120-124
- Проект ЛИНК, 38
- Профсоюзы
ИКА и Toyota 172
зарплаты водителей грузовиков 131
и Великая депрессия 90
и сокращение зарплат 96, 140
и трудовые договоры 71, 96, 140
- Пузыри, 7, 9, 12, 35, 59, 165-167, 182, 183, 187, 189, 201,212
- Р**
- Равновесие, 34, 58, 60, 127, 133, 134, 139, 165, 189,214
- Реальные процентные ставки, 89
- Регрессионный анализ, 111
- Рейган, Рональд, 19, 54, 59, 206, 210
- Рейнуотер, Ли, 195
- Рейтинги ценных бумаг, 60, 120-123
- Реконструкция, 210
- Римский клуб, 174, 175
- Рис, Альберт, 41
- Рокфеллер-младший, Джон, 107
- Рокфеллер, Уильям, 49
- Ромер, Кристина, 86
- Россия 10-13, 24, 112, 206
- Рузвельт, Франклин, 16, 33, 96, 97, 125, 181,222
- Рынок недвижимости
и бэби-бум 185
и доверие 182, 187-189
и мультипликатор доверия 187-189
и кризис США 52-55
- Рэнга, 171
- С**
- Сакс, Джефффри, 94
- Сах, Раадж, 62
- Самуэльсон, Пол, 139, 140, 144, 145, 232
- Саммерс, Лоуренс, 132, 133, 226, 227, 230, 234
- Сан-Франциско, штат Калифорния, 33, 142, 145, 204
- Сантаяна, Джордж, 213
- «Сбереги больше завтра», 152, 157
- Сбережения
влияние на национальную экономику 156-159
и условные счета 151
и фреймы 149-153
- Свободные рынки, 24, 180
- Сводный индекс биржевых курсов, 85, 217, 232
- Секьюритизированные/
«пакетированные» займы, 115, 116, 204
- Сенатский комитет по банкам, жилищному и городскому хозяйству, 55, 110
- Семьи с матерями-одиночками, 191
- Сент-Винсент Миллей, Эдна, 220
- Серебро, свободная чеканка, 88
- Симестер, Дункан, 160
- Сингапур, 157, 162
- Система срочных аукционов, 119
- «Случайное блуждание», гипотеза, 230
- Случайность, 76
- Скиллинг, Джефффри, 56
- Скоулз, Майрон, 111
- Сложный процент, 147-149
- Слоун, Альфред, 99
- Смит, Адам, 17, 24, 25, 27-29, 157, 212
- Смит, Эдгар Лоуренс, 93
- Снижение/сокращение налогов, 40, 114, 203, 238
- Совет экономических консультантов, 66, 69, 117, 144

- Совокупный спрос, 117, 126, 208, 223
 Совокупное предложение, 223
 Соглашение Базель I, 168
 Соглашение Базель II, 168
 Солоу, Роберт, 69
 Сонье, Раймонд, 144
 Соотношение инфляция/безработица, 66-69, 138-146, 222
 Социальное обеспечение, 157
 Социология, 45, 46, 196
 Справедливость
 значение 42, 43
 и Великая депрессия 95
 и депрессия 1890-х 90
 и зарплаты 86
 и меньшинства 197, 198
 и нормы 47
 и обратная зависимость между инфляцией и безработицей 144
 и рынок недвижимости 188
 и социологические опросы 43
 и эксперименты 44, 45
 на ИКА и Toyota 169-172
 Закон о федеральном резерве 1913 г., 91
 Спрос на деньги, 70, 103
 Сталин, Иосиф, 48
 Статус, 46, 47, 193
 Стиглиц, Джозеф, 134, 135
 Стишлз, Дуглас, 88, 89
 Страхование депозитов, 53, 55, 100, 109, 181
 «Ступенчатые контракты», 27
 «Сухой закон», 62, 218
 Счет национального дохода
 и продукта, 186
- Т**
- Табаско, Мексика, 77
 Талеб, Нассим Николас, 76
 Талер, Ричард, 43, 44
 Тенниси, 198
- Тернер, Фредерик Джексон, 88
 Тернстрем, Эбигайл, 197, 198
 Тернстрем, Стефан, 147, 198
 Теория текущей дисконтированной ценности, 186
 Теория естественного уровня, 68-70, 138, 140-146
 Теория капиталовложений,
 Теория обмена, 176
 Теория опционов, 111
 Теория равенства, 46, 47
 Теория ссудного капитала, 105, 224
 Теория зарплаты стимулирующей к, 128-130, 134, 193
 Техас, 55, 173, 199
 «Техасский холдем», покер, 63
 Техасская Железнодорожная комиссия, 173
 Тиссен, Гордон, 146
 Тинберген, Ян, 38, 215
 Тобиас, Рональд, 76, 77
 Тобин, Джеймс, 178, 213, 234, 235
 Траектория металлического шара, эксперимент, 184
 Трастовая корпорация
 по урегулированию, 53, 55, 123
 Тронхейм, Норвегия, 33, 35
 Трудовые договоры, 71, 72, 140, 144, 172
 Тучилло, Джон, 183
 Тюремное заключение, 64, 191, 199, 237
 Тэтчер, Маргарет, 19, 206, 210
- У**
- Увольнения по собственному желанию, 133
 Уилсон, Уильям, 195, 236
 Университет Пердью, 160
 Университет Чикаго, 41, 48, 177

Управление по делам ветеранов, 59
 Управление рисками, 116
 Ураган Катрина, 34
 Ураган Эндрю, 44
 Условные счета, 151
 Уэлч Джон (Джек), 36, 51, 176-178

Ф

Файнберг, Ричард, 160
 Фастоу, Эндрю, 57
 Федеральная корпорация
 по страхованию вкладов, 55, 109,
 181
 Федеральное управление жилищного
 строительства, 59
 Федеральная резервная система, 20 , 27,
 91, 100, 102, 108, 112
 Фельдштейн, Мартин, 148, 149
 Филлипс, Олбан Уильям, 66, 68
 Финансовый кризис 2007-2008 гг., 10,
 12-14, 18,20,61, 114-126
 Финансовый кризис в Швеции,
 123
 Финнел, Стефани, 21, 77
 Фишер, Ирвинг, 65, 69, 70
 Фолкнер, Гарольд Андервуд, 88
 Фонд Альфреда Слоуна, 41
 Фонд Трастовой корпорации
 по урегулированию, 55
 Форд, Джеральд, 41, 42
 Форрестер, Джей, 174
 Фортен, Пьер, 145
 Франция, 95
 Фридмен, Милтон, 16, 66-71, 88,
 138-140, 144, 145, 193, 212, 213
 Фридмен, Роаз, 193
 Фукузава, Юкити, 170
 Фьючерсные контракты, 56, 119
 Фер, Эрнст, 42, 44, 45, 47, 216

х

Хайку, поэзия, 171
 Хедж-фонды, 61, 109, 111, 116, 119,
 180, 205,218,239
 Хикс, Джон, 36-38,213
 Хиггс, Роберт, 97
 Хуаси, Китай, 158
 Хусейн, Саддам, 40

Ц

Цзюнь, Чинхуэй, 132
 Цена на пиво, пример, 44
 Ценные бумаги, 8, 49, 60, 91, 100, 103,
 106, 115, 116, 119-123, 126, 180
 Ценовая обратная связь, 160-169
 Центральные банки
 альтернативный взгляд 107-109
 и Великая депрессия 94
 и озабоченность дефляцией 100
 расхождение истории 102-106
 Цены
 и депрессия 1890-х 85
 и справедливость 43
 и Великая депрессия 95
 и денежная иллюзия 64—74

Ч

Чаушеску, Николае, 48
 Четвертая Арабо-Израильская война,
 173
 «Чудодейственный эликсир», 49—51, 58,
 60, 116, 119, 126, 180, 189

Ш

Шалтай-Болтай, проблема, 118, 119,
 121, 124-126, 202
 Шао Чанцзуэ, 158
 Шапиро, Карл, 134, 135
 Шварц, Анна, 88, 221
 Швейцария, 140, 220

Шенк, Роджер, 75
Шефрин, Херш, 151, 230
Шлейфер, Андрей, 165
Шиплер, Дэвид, 197
Штернберг, Роберт, 76
Шумпетер, Джозеф, 88

э

Эгоистичное поведение, 45
Эконометрические модели, 38, 141,
154, 213, 215, 233
Экономический рост, 10, 16, 162, 238
Экономический цикл, 34, 61, 133, 179,
203, 205, 212

Эйхенгрин, Барри, 94
Эйзенхауэр, Дуайт, 144
Эпидемии, 10, 12, 53, 80, 87, 166, 189,
221
Этнографические исследования, 194, 197

я

Яблоки сорта делишес, метафора, 165, 166
Янг, Рой, 91
Янгман, Анна, 99
Япония, 16, 100, 118, 140, 169-172,
185, 205, 215, 220

Джордж Акерлоф, Роберт Шиллер

**SPIRITUS ANIMALIS,
ИЛИ КАК ЧЕЛОВЕЧЕСКАЯ ПСИХОЛОГИЯ
УПРАВЛЯЕТ ЭКОНОМИКОЙ И ПОЧЕМУ ЭТО ВАЖНО
ДЛЯ МИРОВОГО КАПИТАЛИЗМА**

Научный редактор *А. Суворов (РЭШ)*

Ответственный редактор *С. Петров*

Переводчик *Д. Прияткин*

Корректор *М. Белякова*

Компьютерная верстка *О. Ким*

Дизайн обложки *Р. Гусейнов*

Подписано в печать 12.01.2010. Формат 70х100 '/

Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.

Объем 17,5 п. л. Тираж 3000 экз. Заказ 0489.

ООО «Юнайтед Пресс»

127018 Москва, ул. Полковная, д. 3, стр. 1

Тел. (495) 232-1799

www.alpina.ru

e-mail: alpina@imedia.ru

Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами

в ЗАО «ИПК Парето-Принт»

г. Тверь

www.pareto-print.ru